



NUEVA REGULACION FINANCIERA INTERNACIONAL SOBRE DERIVADOS OTC

**DODD-FRANK ACT, EMIR Y PRINCIPIOS APLICABLES A LAS INFRAESTRUCTURAS DEL
MERCADO FINANCIERO**

**Juan Pablo Araya Marco
Fiscal**

**Las opiniones vertidas en esta presentación no comprometen al Consejo del BCCh*

*** Se agradece especialmente la contribución de Andrés Söchting y los comentarios de la DPF/GIRF – BCCh*



Agenda

1. **Introducción**
2. **Marco legal que rige a los derivados en Chile**
3. **Temas claves. DFA/EMIR/Chile**
4. **Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero (PFMIs)**
5. **Seguimiento de la nueva regulación internacional y evaluación de la normativa local por parte de organismos internacionales**
6. **Comentarios finales**



1. Introducción



Las debilidades del sistema financiero internacional reveladas por la crisis de 2007–2009 impulsaron el desarrollo de una intensa agenda regulatoria global

A partir de las lecciones de la crisis y considerando que, entre las causas de ésta, jugaron un rol preponderante los problemas detectados en los mercados de **derivados OTC**, el **G20** acordó en septiembre de 2009 asumir diversos compromisos para fortalecer y desarrollar las infraestructuras asociadas a dichas operaciones





Los acuerdos de la cumbre de Pittsburgh incluyeron 3 compromisos especialmente relevantes para la industria de derivados OTC

1. **Migrar a bolsa o plataformas de negociación electrónica, y compensar y liquidar centralizadamente los derivados OTC (al menos, los suficientemente estandarizados).**
2. **Reportar todas las operaciones de derivados OTC a repositorios de transacciones (TRs).**
3. **Exigir mayores requerimiento de capital para derivados OTC no compensados y liquidados centralizadamente.**



Los compromisos del G20 fueron recogidos por reformas legales en EE.UU. y la UE

Dodd–Frank Act (2010)



EMIR (2012)



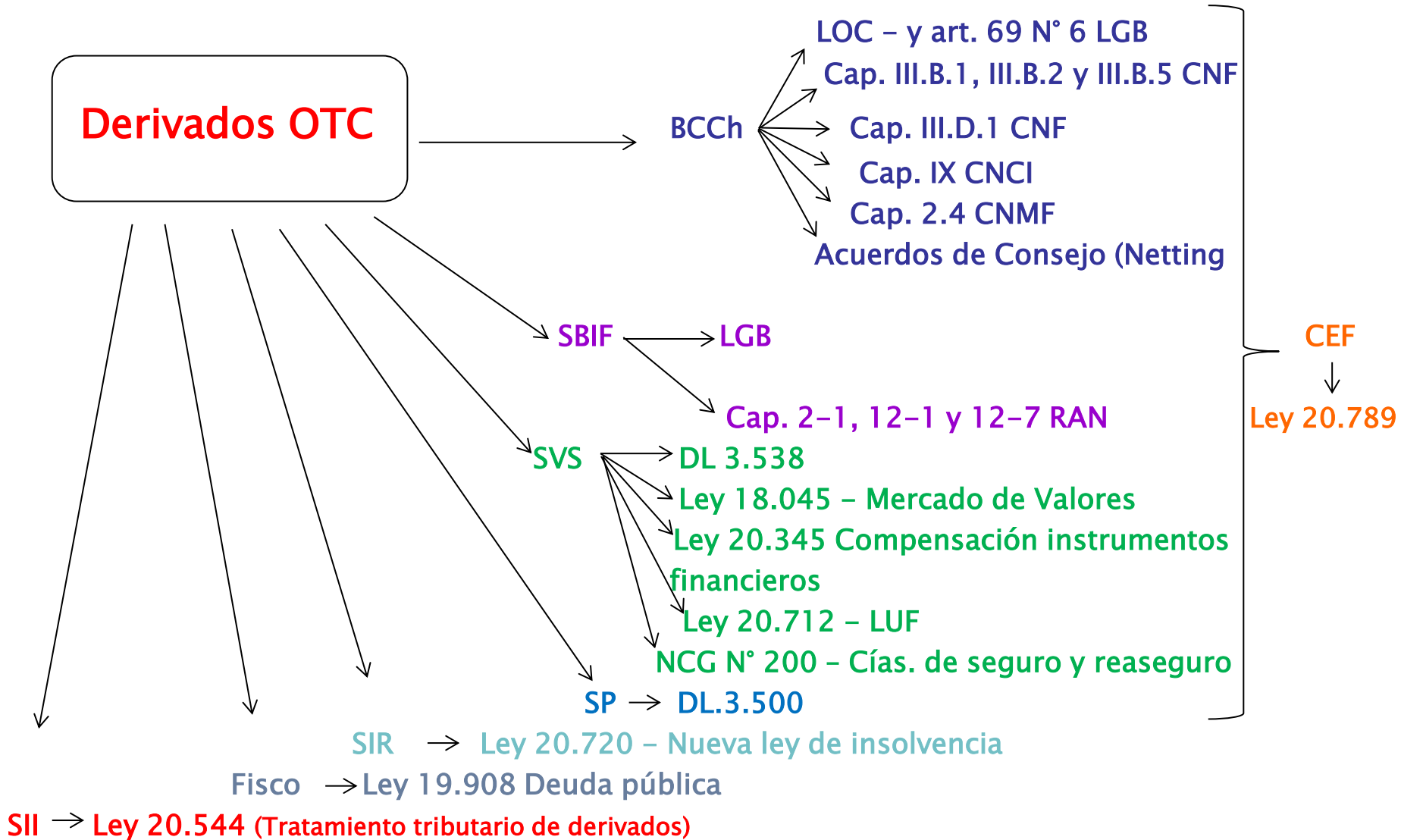
...y también a nivel de principios y recomendaciones internacionales, según veremos a continuación.



2. Marco legal que rige a los derivados en Chile



El marco legal que rige actualmente a los derivados en Chile se encuentra diseminado a través de diversas leyes y regulaciones sectoriales





3. Temas clave: DFA/EMIR/Chile



EE.UU. y la UE acogieron rápidamente gran parte de la nueva agenda regulatoria global, a través de reformas legales de gran magnitud – DFA y EMIR– cuya implementación se encuentra aún en desarrollo.

Por la relevancia de estos mercados, dichas reformas generan en la práctica efectos de carácter extraterritorial, debido a las exigencias que imponen a las entidades financieras extranjeras que operan en, o a través, de tales jurisdicciones.

De allí la necesidad de analizar la conexión y brechas que existen entre la legislación nacional y esas normativas extranjeras.



Tanto en EE.UU. y la UE, como en Chile, intervienen distintas autoridades en la regulación y supervisión de los derivados.

1. Autoridad regulatoria y supervisión.

DFA



EMIR



CHILE





El concepto de derivados no es necesariamente uniforme, por lo que corresponde tener presente la definición de cada jurisdicción

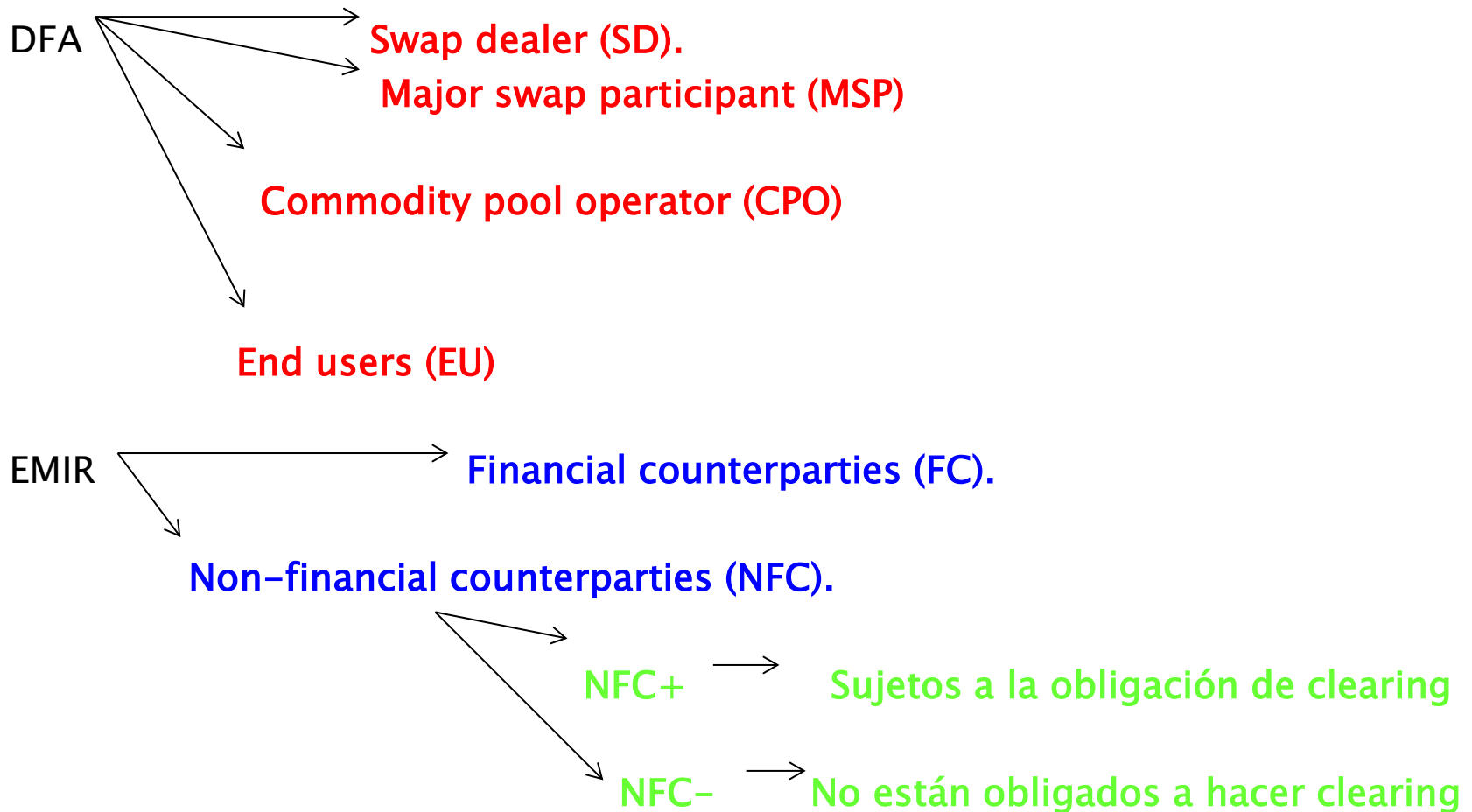
2. Definición de derivado (Swap).

- DFA: Clasifica los derivados en “Swaps” y “Security-based Swaps”. Estos últimos son aquellos que tienen como subyacentes un security. No se incluyen las operaciones spot y los FX con entrega física.
- EMIR: Considera, en principio, a todos los derivados OTC, especialmente, interest rate, credit, equity, foreign Exchange derivatives y derivados sobre commodities OTC. En relación a las operaciones de FX, aún no existe total claridad, sin perjuicio que se ha entendido, hasta el momento, que este tipo de operaciones, cuando son contratadas como cobertura, así como las operaciones spot, estarían fuera del alcance de EMIR.
- Chile: Ley 20.544 / Capítulo III.D.1 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile.



DFA y EMIR clasifican a los participantes del mercado de derivados en categorías preestablecidas, las que determinan el régimen y exigencias que deben cumplir.

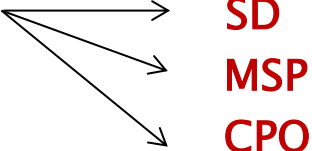
3. Identificación de participantes relevantes en el mercado de derivados.





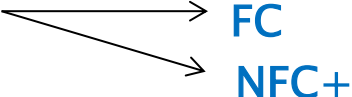
La obligación de compensar y liquidar centralizadamente se aplica fundamentalmente en función de la categoría del participante y clase de derivados, sin perjuicio de algunas excepciones

4. Obligación de clearing.

DFA: Obligados a hacer clearing en DCO 

↓
Excepciones:

- EU que no son entidades financieras para derivados de cobertura.
- Operaciones inter-affiliate.

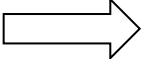
EMIR: Obligados a hacer clearing 

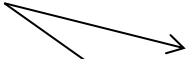
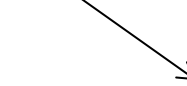
CHILE: No una existe una obligación equivalente de hacer clearing. No obstante, la SBIF cuenta con atribuciones para establecer requerimientos de capital diferenciados dependiendo del tipo de infraestructura a través de la cual se canalicen las operaciones de derivados. Así, por ejemplo, los derivados negociados en bolsa y sujetos a *mark-to-market* diario, no están sujetos a requerimientos de capital, a diferencia de aquellos que se negocian bilateralmente (RAN 12-1).

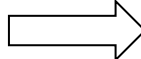


Otro aspecto destacado de DFA y EMIR es la exigencia de negociar derivados a través de plataformas reguladas.

5. Plataformas reguladas de trading.

DFA:  Por regla general todo swap sujeto a la obligación de clearing debe ser contratado a través

-  **Designated contract market (DCM)**
-  **Swap execution facility (SEF)**

EMIR:  Por regla general, todos los derivados suficientemente líquidos y que estén sujetos a obligación de clearing, deben ser ejecutados en una *regulated trading venue*

 **bolsa de comercio o
multilateral trading facility (MTF)**

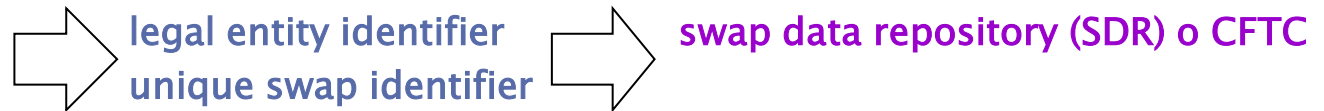
CHILE: Como se indicara, en el caso de los bancos, existen incentivos regulatorios para negociar derivados en bolsa → Cap. 12-1 de la RAN: “*Al tratarse de derivados negociados en bolsa que estén sujetos diariamente a la liquidación en efectivo de las variaciones del margen, su equivalente de crédito será igual a cero.*” (para fines de requerimientos de capital).



De acuerdo a los compromisos del G20, las nuevas regulaciones exigen reportar todos los derivados OTC a TRs

6. Reporte y repositorio de transacciones.

DFA: El CFTC está facultado a requerir información en tiempo real sobre los swaps ejecutados, estén o no sujetos a la obligación de clearing.



EMIR: Todos los derivados celebrados en la UE deben ser reportados a un trade repository.

CHILE: Capítulo IX del CNCI del BCCH establece las normas relativas a información de las operaciones de derivados cambiarios que personas domiciliadas o residentes en Chile, incluidos los bancos, realicen con personas domiciliadas o residentes en el exterior, o en el país con entidades que formen parte del MCF sobre subyacentes extranjeros.

La SBIF publica mensualmente (desde Ene. 2008) el *Reporte de Instrumentos Financieros no Derivados y Derivados* (activos y pasivos) de bancos, tanto cambiarios como no cambiarios. Contiene información desagregada por banco, tipo de instrumento (forward, swaps, etc.) y uso (para negociación y cobertura), pero no incluye datos de contrapartes ni plazos.

ComDer y CCLV Derivados incorporarán un *registro* de transacciones. Adicionalmente, el DCV desarrolló un "*registro centralizado de contratos forward*", asociados a FX y seguros de inflación.



Vinculado a lo anterior, se debe conservar la información de derivados durante ciertos plazos mínimos.

7. Conservación de información sobre operaciones.

DFA: Obligación para todos los participantes de conservar records de cada operación. La información puede ser revisada por

→
durante la vigencia del swap
+ 5 años



EMIR: Obligación de guardar los documentos de cada operación durante la vigencia de ésta y los siguientes 5 años. En el caso de las cámaras de compensación, esta obligación se extiende a 10 años.

CHILE: No existe una norma específica para derivados, pero dependiendo del participante, deberá observar la regulación general que le sea aplicable en materia de conservación y eliminación de archivos. Ej.: En el caso de los bancos: 6 años (art. 155 LGB).



Tratándose de los derivados que se compensen y liquiden bilateralmente, se deben aplicar determinadas técnicas de mitigación de riesgos.

8. Técnicas de mitigación de riesgo para operaciones no sujetas a clearing.

DFA: Estas técnicas aplican cuando al menos una de las contrapartes es un SD o un MSP

Envío de confirmaciones

Envío diario de valor MtM.

Reconciliación de portafolios

EMIR: técnicas de mitigación de riesgo para operaciones no sujetas a clearing

Confirmación de operaciones

Valoración

Reconciliación de portafolios

Resolución de disputas.

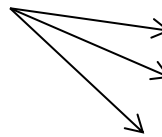
CHILE: Las CCG contemplan un procedimiento de confirmación de operaciones



Tanto DFA como EMIR contemplan la aplicación de nuevas reglas en materia de requerimientos de garantías asociadas a las operaciones de derivados no sujetas a clearing

9. Requerimiento de garantías.

DFA/EMIR: —————> Estas normas, que aún no están listas en su versión final, regularán la obligación de constituir colaterales para garantizar las operaciones **no sujetas a clearing**, en especial:



TH
colaterales elegibles.
concentración por tipo de colaterales

CHILE: No existe una norma imperativa similar para los derivados que se compensen bilateralmente. Sin embargo, el Capítulo 12-1 de la RAN de la SBIF establece que para el cálculo del equivalente de crédito de una operación de derivado, se podrá descontar el valor razonable (neto de costos de liquidación) de depósitos en efectivo o títulos de deuda que hayan sido constituidos con el fin exclusivo de garantizar el cumplimiento de los contratos de derivados.



Otro aspecto considerado en DFA y EMIR es la aplicación de límites máximos

10. Límites máximos en ciertos tipos de operaciones de derivados.

DFA/EMIR:

→ Todavía no se emite una regla final sobre este tema, pero básicamente el objetivo es poner un límite a las posiciones en derivados especulativos.

CHILE: No existe actualmente una norma similar.



También se imponen exigencias relativas a la observancia de códigos de conducta

11. Códigos de conducta para operaciones de derivados.

DFA: → SD deben implementar políticas y procedimientos de NYC, anti-fraude y lavado de activos.
→ SD y MSP deben verificar que sus contrapartes cumplen con los estándares para ser consideradas como *elegible contract participant*.
→ Antes de cerrar una operación, deben informar a sus contrapartes de las características principales de cada operación, así como de sus riesgos y posibles conflictos de interés.

EMIR: → MiFID y MiFID II

CHILE: → SVS → Perfilamiento de clientes



En suma, DFA y EMIR establecen una serie de obligaciones y requisitos, cuya aplicación genera efectos extraterritoriales, que podrían colisionar con normas locales (por ej., en materia de secreto y reserva bancaria).

DFA:

- La principal preocupación de una entidad NO estadounidense es saber si su contraparte califica o no como un US Person, para efectos de determinar si debe o no cumplir con la regulación de DFA, específicamente, si debe registrarse como SD/MSP.
- Ante esta disyuntiva, cobra relevancia la figura del *Substituted compliance*, en virtud de la cual se permite a aquellas entidades que eventualmente califiquen como Non-US SD/MSP (por el hecho de efectuar operaciones con US Person y reunir las demás condiciones que así lo determinan) que, en lugar de cumplir directamente con todas las exigencias de DFA, puedan efectuar un cumplimiento por sustitución de parte de ellas mediante la observancia de las obligaciones impuestas por sus propias leyes domésticas, siempre y cuando el CFTC determine que tales jurisdicciones tienen normas equivalentes a DFA.

EMIR:

- Bajo EMIR, la obligación de clearing aplica a operaciones celebradas entre una FC o NFC+ y una entidad NO europea, debiendo esta última cumplir con EMIR como si estuviera establecida en la UE. Lo mismo ocurre con las técnicas de mitigación de riesgo ya explicadas.
- La Comisión Europea puede asimismo declarar como **equivalentes** a ciertas jurisdicciones que tengan **reglas similares a EMIR**, lo que es especialmente relevante para las CCPs a fin de acceder a la condición de Q-CCPs.

En ambos casos, para optar a la calificación como *jurisdicción equivalente*, es crucial la firma de un MoU entre los supervisores respectivos y la convergencia con los PFMIs.



4. Principios aplicables a las Infraestructuras del Mercado Financiero (PFMIs)



Tras un extenso trabajo, el BIS / IOSCO publicaron en abril de 2012 la versión final de nuevos “Principios aplicables a las Infraestructuras del Mercado Financiero” (PFMIs)



BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS



Los PFMIs vinieron a reemplazar y consolidar diversos estándares anteriormente definidos por esos mismos organismos para las denominadas infraestructuras del mercado financiero, las cuales incluyen: **sistemas de pago (PSs), sistemas de liquidación de valores (SSSs), depósitos centrales de valores (CSDs), entidades de contraparte central (CCPs) y repositorios de transacciones (TRs).**



El objetivo de los PFMI es asegurar una base común para la administración y supervisión de los riesgos financieros a través de estas infraestructuras en los diversos países

1. Base jurídica.
2. Buen gobierno.
3. Marco para gestión integral de riesgos.
4. Riesgo de crédito.
5. Garantías.
6. Márgenes.
7. Riesgo de liquidez.
8. Firmeza en la liquidación.
9. Liquidaciones en dinero.
10. Entregas físicas.
11. Depósito central de valores.
12. Sistemas de liquidación de intercambio por valor.
13. Reglas y procedimientos relativos a incumplimientos de participantes.
14. Segregación y movilidad.
15. Riesgo general de negocio.
16. Riesgos de custodia y de inversión.
17. Riesgo operacional.
18. Requisitos de acceso y participación.
19. Mecanismos de participación con varios niveles.
20. Enlaces con otras IMF.
21. Eficiencia y eficacia.
22. Normas y procedimientos de comunicación.
23. Divulgación de reglas, procedimientos principales y datos de mercado.
24. Divulgación de datos de mercado por parte de registros de operaciones.

De ahí que su adopción/adaptación a la realidad local sea fundamental para que un país pueda ser reconocido como una *jurisdicción equivalente* para efectos de DFA y EMIR



5. Seguimiento de la nueva regulación internacional y evaluación de la normativa local por OI



El BCCh ha efectuado un seguimiento continuo de las nuevas regulaciones internacionales y extranjeras

El BCCH, desde hace ya un tiempo, ha venido resaltando la importancia de progresar en la convergencia con los nuevos principios y estándares internacionales aplicables a las infraestructuras del mercado financiero.

- Informes de Estabilidad Financiera
 - Segundo Semestre 2012 (p.49–50)
 - Primer Semestre 2013 (p.45)
 - Segundo Semestre 2013 (p. 43–47)
 - Primer Semestre 2014 (p.39)
 - Segundo Semestre 2014 (p.44)

En el mismo sentido, durante abril de 2012, el BCCh en conjunto con la SBIF envió una carta a todos los bancos, solicitándoles informar sobre los efectos que DFA podría generar sobre sus actividades y operaciones, para fines de disponer de un diagnóstico integral adecuado.

Además, publicó un *paper* (Documento de Política Económica N° 45 – Enero 2013) y ha organizado y participado en diversos seminarios y foros sobre estas materias en Chile y el extranjero. Ej.: Seminario conjunto con el FMI (“OTC Derivatives Global Reform” – enero 2014).



Para seguir avanzando en la convergencia con los estándares internacionales, el MdH y el BCCh solicitaron conjuntamente al FMI y BM efectuar un Review of Standards and Codes (ROSC).

Se trata de una evaluación a la regulación local, que desarrollará el BM durante la segunda mitad de este año, examinando las infraestructuras existentes en Chile, incluyendo las de derivados, de acuerdo a metodologías estándar de evaluación publicadas por BIS-IOSCO.



LBTR, Combanc, Comder, CCLV y DCV



La realización del ROSC ha sido tratada en el marco del CEF, atendido el alcance multisectorial de esta evaluación

- Los objetivos son avanzar en la identificación de nuestro grado de cumplimiento con los PFMI.
- Lo anterior permitirá determinar los aspectos de regulación, supervisión y gestión de las principales infraestructuras de mercado en Chile, que es necesario perfeccionar o desarrollar para fines de convergencia y reconocimiento a nivel internacional.
- A estos efectos, los términos de referencia del ROSC consideran misiones en terreno por parte del BM y la emisión de un informe de resultados que se presentará a las autoridades nacionales (bajo un acuerdo de confidencialidad, conforme a la práctica habitual en este tipo de evaluaciones).



6. Comentarios finales



Comentarios finales

- Las nuevas regulaciones internacionales sobre derivados, surgidas como respuesta a la crisis financiera global, en la práctica, están teniendo aplicación y efectos más allá de las fronteras donde han sido adoptadas.
- Día a día las entidades financieras de todo el mundo deben dar cumplimiento a multiplicidad de normas y exigencias que determinan la forma de realizar las operaciones de derivados.
- Afortunadamente, nuestro país ya cuenta con desarrollos legales, normativos y privados relevantes. Una parte significativa de los resguardos financieros recomendados internacionalmente se encuentran contenidos en la **Ley N° 20.345** sobre sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, cuyas reglas han permitido la creación e implementación de CCPs para derivados: **CCLV** y **COMDER**.



Comentarios finales

- Sin embargo, se debe avanzar en identificar brechas pendientes y, en su caso, efectuar las adecuaciones legales y/o regulatorias necesarias para que nuestro país sea reconocido como una jurisdicción que cumple con los nuevos principios internacionales aplicables en estas materias (PFMIs).
- En este contexto se desarrolla actualmente la evaluación solicitada por el MdH y el BCCh, en conjunto, al FMI y Banco Mundial, la cual debería contribuir a lograr una mayor convergencia entre los mecanismos de regulación, supervisión y gestión de las principales infraestructuras de mercado en Chile con esos estándares internacionales.
- Las autoridades y los agentes de mercado deben estar preparados para implementar los cambios que surjan como resultado de dicho proceso. Para ello se requerirá el compromiso y esfuerzo de todos, ya que un rezago prolongado puede tener implicancias en términos de costos de financiamiento, liquidez y profundidad de mercado, que afecten la competitividad y desarrollo de nuestro sistema financiero.



MUCHAS GRACIAS



Anexo

Algunas palabras acerca de la Volcker Rule

Esta regla forma parte del Título VI de DFA. En síntesis, establece restricciones a los bancos en USA para realizar cierto tipo de inversiones especulativas que no benefician a sus clientes. Tiene como objeto impulsar que los bancos sean instituciones de préstamo y no especulativas.

La norma prohíbe que un “insured depository institution” (IDI), cualquier compañía que controle un IDI, un “bank holding company” (BHC), y cualquier subsidiaria o filial de IDIs o BHCs (“entidades bancarias”) operar en trading propietario, o adquirir o retener un “ownership interest” en, o “sponsoring”, un hedge fund o private equity fund.

Dos tipos de inversiones especulativas que la Regla restringe:

- “Proprietary Trading”: Comprometerse en trading propietario con el propósito de vender instrumentos financieros en el corto plazo con la intención de revender para obtener un beneficio de las fluctuaciones de precios de corto plazo.
- “Covered Funds”: Adquirir o retener un “ownership interest” en, sponsorio, o tener ciertas relaciones con covered funds. Los “Covered Funds” son Hedge Funds y Private Equity Funds a los que VR les define ciertas exclusiones, actividades permitidas y restricciones.

VR obliga a tener ciertas normas de control, tales como:

- Métricas y reporting: Firmas de trading deben calcular y reportar datos cuantitativos que apoyen tanto a los propios bancos y a los reguladores a identificar una actividad que amerite escrutinio adicional para distinguir el trading propietario prohibido de otras actividades permitidas.
- Programa de compliance: Requiere a los bancos establecer un programa de cumplimiento comprehensivo diseñado para asegurar el cumplimiento con los requerimientos de la VR.