



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2012/57

junio 2012

LOS "CREDIT DEFAULT SWAPS" (CDS): UNA APROXIMACIÓN A SU RÉGIMEN JURÍDICO

(The Credit Default Swaps: An approach to their legal system)

CARMEN GALÁN LÓPEZ
PROFESORA TITULAR DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.

Universidad Complutense.

Ciudad Universitaria s/n.

28040 Madrid

00 34 -913 94 54 93

<http://www.ucm.es/centros/webs/d321/>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense

<http://eprints.ucm.es>

Copyright © 2012 por el autor

LOS "CREDIT DEFAULT SWAPS" (CDS): UNA APROXIMACIÓN A SU RÉGIMEN JURÍDICO

(The Credit Default Swaps: An approach to the legal system)

**CARMEN GALÁN LÓPEZ
PROFESORA TITULAR DE DERECHO MERCANTIL
UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID**

RESUMEN: El presente trabajo es un intento de aproximación al análisis de la figura de los CDS desde una perspectiva jurídica, como modalidad de contrato de derivados. Con ello, queremos destacar los aspectos de su régimen jurídico dejando más a un lado su carácter de derivado de crédito y su contemplación desde la perspectiva de los mercados donde se negocia. No obstante, la exposición se cierra con las normas que regulan su negociación en los mercados.

PALABRAS CLAVE: Mercados de Derivados financieros; operaciones OTC; permutas de cobertura por impago (CDS), evento de crédito o "default".

ABSTRACT: This paper is an attempt to approach the analysis of the figure of the CDS from a legal perspective, while derivative contract mode. We intend to highlight aspects of their legal status, leaving aside their most credit derivative nature and contemplation from the perspective of the markets where it is traded. However, the exhibition concludes with the rules governing trading in markets.

KEY WORDS: Financial derivatives markets, OTC market, credit default swaps (CDS), credit event or "default".

SUMARIO:

I. INTRODUCCIÓN

II. ORIGEN Y PROBLEMÁTICA

III. CONCEPO Y CLASES

- A) Los CDS básicos o de cobertura
- B) Los CDS en descubierto (“*naked*”) o especulativos

IV. EL CDS COMO CONTRATO ATÍPICO.

V.- FORMACIÓN Y ELEMENTOS DEL CONTRATO.

- A) La documentación del contrato: los Acuerdos Marco ISDA.
- B) Los sujetos intervinientes en el contrato.
- C) La Prima de riesgo.
- D) Los eventos de crédito o “*default*” y su determinación.

VI. LA LIQUICACIÓN EL CONTRATO: MODALIDADES.

- A) Liquidación por entrega física o por la diferencia (“*cash*”).
- B) Liquidación por subasta

VII.- LOS SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN O MERCADOS DE CDS

- A) El Sistema bilateral de negociación (OTC).
- B) El sistema de negociación CCP.

VIII. LAS TENDENCIAS REGULADORAS DE LOS MERCADOS DE CDS

- A) Las normas de la Dood-Frank-Act
- B) La regulación de la Unión Europea.
 - a) *Las medidas de control del mercado. Propuesta de Reforma de la Directiva (MiFID).*
 - b) *Restricciones a las compra en descubierto de CDS sobre deuda soberana.*

IX. CONCLUSIONES.

I. INTRODUCCIÓN.

La figura de los CREDIT DEFAULT SWAPS o swaps de incumplimiento crediticio o “permutas de cobertura por impago” (en la terminología usada para nuestro país en la normativa de la Unión Europea)¹, ha saltado a la más plena actualidad vinculada a la crisis económica y a la alarma que ha generado su utilización con fines especulativos, sobre todo, en relación a la deuda soberana de algunos de los Estados miembros de la Unión Europea. La opinión dominante entre las autoridades es que dichos instrumentos financieros han contribuido a desestabilizar el sistema y a agravar las tensiones de los mercados.

Por ello, con el objetivo de evitar los riesgos que presentan, a partir de 2010 se han puesto en marcha diversas iniciativas internacionales y locales tendentes a establecer una regulación, iniciativas que han culminado ya en algunas medidas en el ámbito internacional y, más concretamente, en el ámbito de la Unión Europea. Aunque, como es frecuente en materia financiera, cualquier regulación del sector plantea siempre el debate entre estabilidad y eficiencia, es decir, sobre las ventajas y los inconvenientes de las nuevas normas, hay que

¹ Dada la diversidad de términos a los que da lugar la traducción al español del concepto “Credit Default Swaps”, en nuestra exposición, normalmente, nos referiremos a dicha figura a partir de las siglas de la denominación en inglés, como CDS, dado que es el modo en que a nivel internacional son conocidos.

señalar que en el caso que nos ocupa la necesidad de regulación, en la medida en que aparece circunscrita a aspectos puntuales y concretos, ha sido adoptada con el máximo consenso.

Y ello porque, como veremos, no se trata de cuestionar la figura de los CDS en sí, sino una utilización especulativa de los mismos que pueda desestabilizar el mercado. Se trata de controlar los riesgos que su utilización, al margen de regulación alguna, han generado pero manteniendo la finalidad que vienen a cumplir en el tráfico. Se señala a este respecto por los analistas, que los CDS constituyen un instrumento eficaz de diversificación del riesgo en las grandes inversiones, que es donde se llevan a cabo.

Por otra parte, no hay que olvidar que si bien las controversias que sobre los CDS han surgido han venido a determinar la necesidad de establecer algunos aspectos de su régimen, ello no implica que en realidad, en tanto productos derivados, o contratos de cobertura de riesgo, no constituyan una modalidad cuyo contenido, negociación y supuestos de cumplimiento no sigan al margen de regulación alguna respecto a organismos oficiales internacionales, regionales o locales, manteniéndose dentro del ámbito de regulación de las grandes operadoras que los suscriben y se rijan por los acuerdos en ellos contenidos, y que, de otra parte, los mercados en los que se negocian sigan siendo mercados no oficiales.

Desde esta perspectiva cobra una importancia especial la “International Swaps and Derivatives Association” (ISDA) y los acuerdos marco que en su seno se han elaborado, así como el papel que sus Comités cumplen a la hora de definir y dictaminar cuando se ha producido el evento de crédito o el sistema de reparación de la inversión.

II. ORIGEN Y PROBLEMÁTICA.

Los CDS se comenzaron a utilizarse en el tráfico en 1990 y surgen, en concreto, para cubrir los riesgos de las aseguradoras de las grandes compañías petroleras a partir de las cuantiosas indemnizaciones que tuvieron que afrontar ante el vertido del petrolero Exxon Valdez, en 1989. Su facilidad de negociación y la inexistencia de una regulación determinaron que fueran objeto de un rápido desarrollo en los mercados de derivados, señalándose por los analistas, su vertiginoso crecimiento en Wall Street. Sin embargo, durante la primera década su utilización se mantuvo dentro de sectores muy restringidos y vinculados a las grandes inversiones (mínimo de 10 millones de dólares), permaneciendo prácticamente desconocidos fuera de esos ámbitos, sin que el volumen de negociación fuera especialmente significativo². El despegue de los CDS se produce a principios del siglo XXI, saltando ya a la cobertura de riesgo no solo de grandes corporaciones, sino también en el aseguramiento de paquetes de referencia crediticia (CDO) o en el aseguramiento de los bonos de deuda soberana y en una forma tan acelerada que el volumen de negociación llegó a igualar el PIB mundial e incluso a superarlo³, desbordando con creces las alternativas convencionales.

Este crecimiento del mercado internacional de CDS, se acompañó a la concepción predominante entre inversores, académicos y reguladores respecto a las ventajas y bondad para el sistema de dichos productos derivados, se argumentaba que los CDS permitían

² En este primer período de utilización de los CDS se señala que el volumen de operaciones no alcanzaban los 200.000 millones de dólares anuales, y en los años posteriores se manejaban en estos instrumentos montos cercanos a los 500.000 millones de dólares.

³ Las cifras que se ofrecen a este respecto señalan que en 2007, el volumen de negociación alcanzó la suma de 45,5 billones de dólares (45.500.000.000.000, billones americanos), casi todo el PIB mundial y en 2008, fecha en que se alcanza su nivel máximo, se llega a la suma de 65 billones (65.000.000.000.000, billones americanos) de dólares, es decir, 1,35 veces la producción económica mundial.

aumentar de manera sensible la eficiencia del mercado financiero y de la economía, al mejorar el proceso de descubrimiento de precios, redistribuir los riesgos hacia los agentes dispuestos y capacitados para soportarlos y completar los mercados ampliando las posibilidades de selección de cartera. Y todo ello con unos costes de transacción muy bajos. Todo ello contribuyó a que las autoridades financieras se mantuvieran al margen de un mercado que fue creciendo en base a la iniciativa privada, con prácticas y costumbres emanadas de los propios participantes y sin apenas regulación ni supervisión pública.

No sería sino con la crisis que estalla con el colapso de las hipotecas Subprime⁴, en el año 2008, que la mecánica de los CDS trasciende más allá de los sectores financieros estrictos donde se practicaban los contratos, poniendo de manifiesto el riesgo potencial que su mecánica presenta, viniendo a cuestionarse el modo de su negociación y las necesidades de control y transparencia del mercado.

En realidad, como se viene a poner de manifiesto, son las mismas características de los CDS, que permiten a los inversores asegurar el riesgo de sus operaciones -lo cual se ha visto como positivo en la medida en que fomenta la inversión-, lo que, a su vez, es la fuente de su principal riesgo, porque permite especular sobre la calidad crediticia de la entidad emisora del valor subyacente o del paquete de títulos.

A estos efectos se viene poniendo de manifiesto el riesgo que significa el que el inversor, por una parte, compre paquetes de inversiones, obligaciones de deuda colateralizada (CDO) o paquetes de deuda soberana, y, por otra parte, adquiera los seguros CDS para el caso de que la operación fracase (default). De esta forma se aseguraban la ganancia bien por vía normal, (con el pago de intereses por la compra de los valores) y también ganaban en caso de impago (al cobrar el CDS o seguro de incumplimiento) cuando el negocio fracasaba (a cambio del pago de una prima de riesgo a la entidad con la que contrataban el CDS).

Junto a estos paquetes de grandes inversiones como los Mortgage Backed Security, otra parte de las operaciones se hace con bonos de deuda de los distintos países. El inversor compra deuda soberana por la que puede recibir 50 puntos base (o, el 0,5% de interés anual), pero además la asegura vía CDS, en caso de que el país caiga en un impago, *default* de deuda. El inversor, vía CDS, siempre gana porque esta doblemente asegurado. El problema es que, el asegurar la deuda implica inseguridad sobre su cobro y ello determina que se incremente la prima de riesgo y que se eleve o incremente la tasa del interés de los rendimientos de la deuda soberana, se dice así que el incremento es producto de la especulación que ejercen los inversores al adquirir las permutas de incumplimiento de crédito (CDS). Esta presión por asegurarse del riesgo de impago, presiona al alza el costo de colocación de bonos, como puede apreciarse en la tensión en los últimos tiempos respecto a las deudas soberanas de Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia⁵.

⁴ En esencia, el problema que saltó con las hipotecas "*subprime*" de Fannie Mae y Freddie Mac, en las que los grandes bancos a la vez que adquirían los paquetes de valores con respaldo hipotecario (Mortgage Backed Security, MBS), u obligaciones de deuda colateralizada (CDO), los aseguraban con CDS. De esta forma se aseguraban la ganancia bien por vía normal, (con el pago de intereses por la compra de los valores) y también ganaban en caso de impago (al cobrar el CDS o seguro de incumplimiento) cuando el negocio fracasaba (a cambio del pago de una prima de riesgo a la entidad con la que contrataban el CDS)

⁵ No obstante, a raíz de una publicación en Financial Times, en 2011, se observa que el volumen total emitido en CDS -no el contratado diariamente que es obviamente mucho menor- de varios países es más bien insignificante en relación con el volumen total de deuda pública emitida por ese mismo país. La operación habitual de un gestor de inversiones es comprar *deuda de un país* y cubrirse comprando *permutas de incumplimiento crediticio*. Por ejemplo,

No obstante lo cual, la contratación de CDS sigue teniendo un importante volumen hasta el momento presente⁶.

III. CONCEPTO Y CLASES.

Descrito el origen y finalidad de los CDS como instrumentos financieros o de cobertura de riesgo, desde un punto de vista jurídico, nos encontramos con un contrato cuya definición, en los términos más amplios podría ser: “El CDS es un contrato financiero por el que un comprador de protección paga una prima fija periódica a un vendedor de protección para cubrirse ante un evento de crédito (“default”) de una entidad de referencia”.

Esta sintética definición de los CDS como contratos financieros, si bien permite describir de forma generalizada la esencia del contrato, no llega a poner de manifiesto las peculiaridades de la figura según las diversas finalidades que viene a cumplir en el tráfico o los fines con los que los inversores utilizan dicho contrato. Por ello, para poder ofrecer un concepto más preciso de los CDS, como contratos de derivados de crédito, hemos de partir de una distinción importante entre los denominados CDS básicos o de cobertura y los CDS en descubierto o especulativos. Esta diferencia de finalidades del contrato da lugar a dos clases de CDS cuya negociación e incidencia en los mercados ofrece perfiles diversos que han de ser tenidos en cuenta a la hora de exponer el régimen jurídico del contrato.

A) Los CDS básicos o de cobertura.

Esta modalidad de CDS se corresponde con el modo en que, como veíamos, aparecen en el tráfico los CDS y la función que buscan cumplir no es otra que asegurar el riesgo de impago de una inversión. Bajo esta modalidad los CDS constituyen una clase de contratos financieros de cobertura de riesgos, que se materializan mediante un contrato de Swaps sobre un determinado instrumento de crédito (normalmente un bono o un préstamo) en el que el comprador de la permuta o CDS realiza una serie de pagos periódicos (denominados *spread*) al vendedor y a cambio recibe de éste una cantidad de dinero en caso de que el título que sirve de activo subyacente al contrato no sea pagado a su vencimiento.

Esta finalidad de garantía es buscada por los grandes inversores con fines de muy diverso alcance dadas las ventajas y versatilidad que ofrece frente a otras modalidades de cobertura de riesgos. Así, por ejemplo, los CDS aparecen utilizados por las entidades de crédito con muy diversos fines, por los grandes fondos de inversión respecto de una diversidad de productos financieros. En principio, los bancos van a utilizar este contrato como un medio para gestionar el riesgo de impago respecto de un crédito concedido a un cliente, por las ventajas que ofrecen frente a otras modalidades de cobertura. Mediante la celebración de un CDS la entidad compra protección, de forma que si el prestatario cae en “default” los ingresos del contrato de CDS anulan las pérdidas de la deuda subyacente. Ciertamente existen otras formas de eliminar o reducir el riesgo de incumplimiento, así la entidad podría vender el préstamo concedido o atraer a otros bancos como participantes –crédito sindicado-. Ahora bien, ambas

en Grecia sólo supone un 2% del total de deuda emitida, en Portugal un 4%, en España las permutas de incumplimiento crediticio vivas apenas alcanzan el 1,7% del total del mercado de deuda y en Inglaterra son el 0,4%. Sólo en Rusia suponen el 6,4%, el más elevado, aunque nada importante.

⁶ Aunque la negociación de los CDS ha descendido en los años de la crisis, se sitúa en un volumen de negociación de 26.3 billones (americanos) de dólares a mediados del año 2010, aunque los informes reflejan una disminución a 25,5 billones (americanos) de dólares a principios de 2012.

opciones implican, en primer lugar encontrar quien adquiera la deuda y la consiguiente notificación –cuando no autorización, en función de las diversas normativas legales- del deudor, en el segundo caso conseguir participantes en el préstamo con el tiempo y coste que ello supone, unido al hecho del riesgo en las relaciones entre Banco-cliente que pueden verse afectadas. Por otra parte bajo estas modalidades el Banco o bien se desprende del préstamo o bien ha de compartir los beneficios potenciales del préstamo con otras entidades. Al comprar un CDS, el banco puede cubrir el riesgo de incumplimiento manteniendo en su cartera el préstamo. Únicamente se apunta como riesgo de un CDS de cobertura, en estos términos, que podría generar el que el Banco no controlara suficientemente la solvencia del prestatario dado que tiene asegurada, vía CDS, la recuperación de la inversión, siendo así que el vendedor de protección (la contraparte en el CDS celebrado por el Banco) no tiene relación alguna con dicho prestatario⁷.

Otra importante finalidad de cobertura que vienen a cumplir los CDS respecto a los Bancos es la de diversificación de riesgos. El equipo de gestión de riesgos puede advertir que el banco tiene demasiado concentrado su riesgo con un determinado prestatario o industria en particular. A partir de aquí el Banco puede reducir parte de este riesgo mediante la compra de un CDS. En la medida en que el prestatario no es parte del contrato de CDS, la contratación del CDS le permite al Banco alcanzar sus objetivos sin afectar la diversidad de su cartera de préstamos o de relaciones con los clientes⁸. Del mismo modo, el banco puede vender un CDS – el intercambio de los operadores en su condición de comprador-vendedor de cobertura son permanentes- con idéntica finalidad de diversificar su cartera mediante la obtención de la exposición a un sector en el que el banco vendedor no tiene ninguna base de clientes.

Un Banco comprando protección puede también, finalmente, utilizar un CDS como un sistema de liberar capital. Al descargar el riesgo de un crédito concreto, el banco no estará obligado a tener tanto capital de reserva contra el riesgo de impago (tradicionalmente el 8% del total de préstamos en Basilea I). Esto libera recursos que el banco puede utilizar para hacer préstamos a otros clientes.

Pero las funciones de cobertura de riesgo que cumplen los CDS no se limitan a los bancos en su condición de prestamistas. También los inversores en general, es decir, los tenedores de los bonos corporativos, tales como bancos, fondos de pensiones o compañías de seguros, pueden comprar un CDS como cobertura por razones similares⁹. Además de otras posibles finalidades dentro de los sectores financieros.

⁷ David A. Skeel, Jr. (2007). "The Promise And Perils of Credit Derivatives". *University of Cincinnati Law Review*. 1019–1051. SSRN 929747.

⁸ Weistroffer, Christian; Deutsche Bank Research (December 21, 2009). "Credit default swaps: Heading towards a more stable system" (PDF). *Deutsche Bank Research: Current Issues*. Retrieved April 15, 2010.

⁹ Muy frecuentemente los fondos de pensiones aseguran sus inversiones comprando CDS. Un ejemplo de cómo opera aquí la cobertura sería, p. ej., un fondo de pensiones adquiere bonos a cinco años emitidos por la Sociedad "X" por un valor nominal de 10 millones de euros. Para gestionar el riesgo de perder la inversión realizada ante un posible impago de su deuda por "default" de la Sociedad "X", el fondo de pensiones compra un CDS de Banco Derivado por un valor nominal de 10 millones de euros. El CDS cotiza a 200 puntos básicos (200 puntos básicos = 2,00 por ciento). A cambio de esta protección de crédito, el fondo de pensiones paga el 2% de 10 millones de euros (200.000 euros) por año en cuotas trimestrales de 50,000 euros al Banco Derivada. Si la Sociedad "X" no incumple el pago de sus bonos, el fondo de pensiones habrá pagado al Banco Derivados pagos trimestrales durante 5 años que supondrán 1 millón de euros por la protección. Lo que habrá de deducir de los beneficios obtenidos por la inversión de retorno. Si, por el contrario, la Sociedad "X" cae en "default" a los 3 años (por ejemplo) de celebrado el contrato

A pesar de que los CDS han sido muy criticados por su papel en la reciente crisis financiera, la mayoría de los observadores concluyen que su uso con una finalidad de cobertura o de diversificación de riesgos sigue teniendo utilidad en el sector¹⁰.

B) Los CDS en descubierto (“*naked*”) o especulativos.

El desarrollo de los CDS y su crecimiento en los mercados, no obstante, aparece vinculado a formulas especulativas del mismo a partir de la contratación de CDS en descubierto¹¹.

Los CDS permiten a los inversores especular bajo dos modalidades: o bien tomado como referencia determinados subyacentes o bien, la propia calidad crediticia de una entidad. En el primer supuesto, se actúa sobre los cambios en los diferenciales de CDS de los subyacentes o de los índices de mercado, tales como el índice CDX de América del Norte o en el índice europeo iTraxx. Un inversor puede pensar que el diferencial (spread) de los CDS de una entidad es demasiado alto o demasiado bajo, en relación con los rendimientos de los bonos de la entidad, y tratar de sacar provecho de ese punto comprando o vendiendo protección.

Pero el inversor también podría especular sobre la calidad crediticia de la entidad, ya que por lo general los diferenciales de CDS aumentan a medida que disminuye la solvencia crediticia de la entidad y disminuyen a medida que aumenta solvencia crediticia de dicha entidad. El inversor puede comprar, por tanto, la protección de CDS de una sociedad al especular que ésta está a punto de caer en “default”. Por otra parte, el inversor podría vender protección si piensa que la solvencia de la empresa podría mejorar.

En términos de mercados de CDS, se dice que el inversor que vende los CDS tiene una posición “larga” en el CDS y en el crédito, en tanto inversor propietario de la fianza. Mientras que el inversor que compra la protección tiene una posición “corta” en el CDS y el crédito subyacente.

Estas operaciones netamente especulativas, son posibles en la medida en que se actúa en descubierto. Se denominan CDS en descubierto (o *naked* CDS) a aquellos casos en que quien suscribe un contrato de CDS lo hace sin ser poseedor de ningún título de los que quiere asegurar, de forma que no busca la cobertura de riesgo alguno sino que la finalidad de la operación es la especulación sobre la evolución de los subyacentes de referencia o sobre la calidad crediticia de la entidad emisora.

Es respecto de esta modalidad de CDS sobre la que más debate se ha suscitado, demandado algunos sectores su regulación o, en algunos casos, su prohibición¹².

de CDS, el fondo de pensiones dejaría de pagar la prima trimestral al Baco Derivados y se aseguraría el reembolso, por éste, de la inversión asegurada, es decir de los 10 millones de euros. De manera que el fondo de pensiones habrá perdido 600.000 euros pagados como primas durante tres años, pero sin el contrato de CDS habría perdido la recuperación de los 10 millones de su inversión.

¹⁰ Así, Arce, O.; González Pueyo, J y Sanjuán, Lucio : “El mercado de *credit default swaps*: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias”, CNMV, Documento de trabajo, nº 42, octubre 2010, pág. 28.

¹¹ Las estimaciones de los mercados a través de las organizaciones que publican los datos de celebración de CDS, muestran como más del 80% de los contratos de CDS que se celebran los son bajo la modalidad de “*naked* CDS” o CDs en descubierto.

¹² Los más críticos proponen la prohibición de los CDS en descubierto por analogía con el concepto de interés asegurable. Así, se afirma, no debería ser capaz de comprar un CDS (en tanto seguro contra impago) si no se tiene nada que asegurar.

Otro importante factor de riesgo de los CDS en descubierto deriva del hecho de que al contratarse sin tenencia del subyacente que se busca asegurar, no hay límites para el número de contratos de cobertura que sobre dichos subyacentes pueden celebrarse. En esos mercados, el importe bruto de CDS supera con creces todos los "reales", es decir, los bonos corporativos y préstamos pendientes utilizados como subyacentes. Según algunas informaciones se estima que el volumen de CDS supera la deuda real que cubre, en una relación de 10 a 1 (es decir, que si la deuda real es de 1.000 dólares, la cobertura contratada a través de CDS es 10 veces mayor, de 10.000). Como resultado, el riesgo de impago se multiplica dando lugar a preocupaciones sobre el riesgo sistémico¹³.

Sin embargo, desde la perspectiva de funcionamientos de los mercados no son pocos los que consideran que los CDS en descubierto constituyen una modalidad esencial para el funcionamiento del sistema.

IV. EL CDS COMO CONTRATO ATÍPICO.

Desde el punto de vista de la naturaleza jurídica del contrato, en tanto finalidad teórica principal perseguida por el mismo —e individualizadora de su régimen— se viene a señalar, de forma simplificada, que el CDS no deja de ser un contrato de seguro, en donde a cambio de pagar una prima, el tenedor de un crédito o de un interés especulativo frente a otra entidad —o respecto a valores por ella emitidos— puede asegurarse (o cubrirse) ante el riesgo de impago —total o parcial— del mismo por parte de la entidad o frente a la evolución de su solvencia crediticia¹⁴.

Pero resulta obvio que, aún sin negar ciertas similitudes de los CDS con los contratos de seguros, derivadas de un mínimo núcleo básico común: el hecho de que a través de los CDS el comprador de cobertura de riesgo paga una prima y a cambio recibe una suma de dinero si el evento de riesgo especificado en el contrato se produce, existen importantes diferencias entre estos contratos y los contratos de seguros en tanto dicha protección o cobertura se estructura en un contexto y finalidades del todo distintas al del sector de los contratos de seguros.

Así, como diferencias más relevantes se pueden apuntar:

1ª) Frente a los seguros, en que existe de forma tangible el bien asegurado (una casa, un auto, una persona), en el caso de la cobertura de los CDS, no existe nada tangible, excepto los papeles. De ahí que esta importante innovación financiera sea considerada una forma de apuesta, como en el hipódromo, dado que aquí el apostador no es dueño del caballo, ni de la pista sólo del boleto.

2ª) Los roles de comprador y vendedor del seguro (cobertura de riesgo) pueden ser intercambiables. En la medida en que son contratos celebrados en ámbitos financieros restringidos, las posiciones de vendedor de cobertura de riesgo o de comprador de cobertura

¹³ Munevar, D. (CADTM), en <http://www.cadtm.org/CDS-sobre-Deuda-Soberana>.

¹⁴ Un ejemplo del modo en que se puede desarrollar un CDS para cubrir una inversión efectiva sería el siguiente: el Banco A concede un préstamo de 10 millones de euros a pagar en 10 años, a un interés del Euribor+60 puntos básicos, a la sociedad M. El Banco decide asegurarse el préstamo concedido y contacta con un inversor, I. Este asegura el 50% del préstamo a cambio de percibir 30 puntos básicos, así el Banco A se asegura cobrar unos intereses de 30 puntos sobre el Euribor y protege el 50% del crédito concedido. Si la sociedad M no paga el préstamo, se produce el "default" (incumplimiento de pago por la sociedad M), el Banco A, en base al CDS contratado, deberá entregar la deuda de la sociedad M (los títulos acreditativos de su derecho de crédito frente a M) hasta el importe del valor nominal del crédito asegurado, al Inversor I y éste habrá de pagar al Banco los 5 millones de euros, correspondientes al 50% del préstamo asegurado vía CDS.

de riesgo pueden alternarse en función de quien requiera, en un momento dado, cubrirse del riesgo de impago de la inversión. Así, en ocasiones encontramos que el vendedor de CDS es un banco que cubre a un inversor en una operación de crédito, mientras en otras ocasiones es el banco el que comprara la cobertura de riesgo para cubrir su inversión asegurándose la operación con otro banco y viceversa¹⁵.

3ª) Los CDS no se regulan dentro de las actividades de seguro de forma que las entidades vendedoras no tienen que cumplir ninguna de las normas de solvencia ni de reservas que regulan el ejercicio de la actividad aseguradora, existiendo un mayor riesgo de contraparte o incumplimiento que en los contratos de seguros regulados como tales.

4ª) y, por último, que mientras el contrato de seguro ofrece una indemnización por las pérdidas efectivamente producidas por el titular de la póliza (incendio, robo, accidente de tráfico), los CDS establecen un pago similar a los titulares, sin que necesariamente exista una pérdida real para ellos.

La diferencia, esquemáticamente apuntada, se incrementa cuando se analizan todos y cada uno de los elementos que integran la figura de los contratos CDS y ello porque, su condición de contrato ha de coordinarse con el hecho de ser una modalidad de contrato de derivados financieros y por tanto situados en mercados donde la forma de valorarse los riesgos y el interés de las partes es muy distinta que en los contratos de seguros y, donde, por otra parte, frente a un sector tan controlado y regulado como el de los seguros, los contratos de CDS se mueven en unos ámbitos de desregulación propias de los mercados financieros que es donde tienen su desarrollo y protagonismo.

Jurídicamente los CDS son contratos atípicos, complejos, nuevos, que nacen de las exigencias del mercado en parte com. Con una gran facilidad de adaptación a las necesidades o finalidades concretas de las partes lo que les convierte en figuras.

V.- FORMACIÓN Y ELEMENTOS DEL CONTRATO.

La complejidad de los CDS bajo cualquier de las dos modalidades apuntadas, es decir, poseyendo el comprador de cobertura los subyacentes cuyo riesgo se quiere cubrir o en caso de CDS en descubierto, se pone de manifiesto en los elementos que lo componen y en las técnicas de valoración de los mismos.

Surgen así una serie de aspectos de difícil y compleja valoración como son la “prima de riesgo” que ha de pagar el comprador de protección, para cuyo cálculo se manejan diversos métodos o sistemas dirigidos a concretar el riesgo de crédito que se busca cubrir. La necesidad de fijar el concepto de “evento de crédito” (“*default*”) contra el que se asegura o busca protegerse el inversor y que determinará, en caso de producirse, la cobertura de la inversión por parte del vendedor de protección. Y, finalmente, las diversas modalidades de liquidación que pueden establecerse en caso de producirse el evento de riesgo o “*default*”, para resarcir al comprador de protección. Por ello se definen estos contratos como de auténtica “*ingeniería*” matemática que, en función de la dinámica de los mercados financieros, permite establecer formulas de cálculo en función de los riesgos que se asumen por los distintos intervinientes en el contrato.

Por ello los CDS son contratos formalizados en acuerdos marco en los que se contiene cada uno de los elementos que los regula.

¹⁵ Este modo de negociación de los CDS, que permite una especie de clonación de aseguramientos de forma infinita y donde el objeto asegurado no es tangible, han sido otros de los elementos que más críticas han suscitado a la hora de apuntar la necesidad de su regulación.

A) La documentación del contrato: los Acuerdos Marco ISDA

Los contratos de CDS aparecen documentados, al igual que otros contratos sobre derivados, a partir de una serie de contenidos y términos profesionalizados elaborados por la "International Swaps and Derivatives Association" (ISDA) que opera a nivel internacional. La ISDA ha elaborado el "ISDA Master Agreement"¹⁶, o Acuerdo Marco ISDA, el cual a través de sus diversas actualizaciones constituye el auténtico marco regulador de los contratos de CDS.

En esencia el "ISDA Master Agreement" es un acuerdo marco normalizado que se completa y complementa con una serie de documentos adicionales, que definen exactamente todos y cada uno de los términos empleados en el acuerdo marco. Al "ISDA Master Agreement" se suelen acompañar anexos de condiciones particulares así como un conjunto de normas y principios contenidos en las Definiciones de ISDA ("ISDA Definitions")¹⁷.

Así, el "ISDA Master Agreement" opera como un acuerdo marco, conteniendo las bases genéricas que han de regir los contratos específicos de CDS dando solución a las posibles lagunas que para su agilidad operativa pudieran surgir. Y es en las condiciones particulares donde las cláusulas estándar del acuerdo marco se adaptan a las necesidades concretas de las partes, fijando así un marco específico y único en el que se han de desenvolver el contrato de CDS.

Los Anexos al Acuerdo Marco ISDA, o condiciones particulares, suelen aparecer documentados en una *confirmación* de referencia a los derivados de crédito, en la que se especifica, normalmente, una entidad de referencia, es decir, una Sociedad o Estado soberano que, en general, aunque no siempre, tienen deudas pendientes y, una obligación de referencia, por lo general deuda no subordinada de bonos corporativos o bonos del gobierno. El período durante el cual se extiende la protección o garantía por "default" se define por la fecha de contratación efectiva y fecha prevista de terminación, así como la prima a pagar por el comprador de cobertura (determinando el agente de cálculo).

También se ha de especificar en el contrato los eventos de crédito que dan lugar a la obligación de pago por parte del vendedor de protección y a la obligación de entrega de los subyacentes por el comprador de protección, aunque por referencia a los supuestos recogidos en el Acuerdo Marco y en las Definiciones ISDA.

Por último, los CDS estandarizados también especifican las características de la obligación asumida por el vendedor de cobertura, limitando las condiciones de los subyacentes que un comprador de protección puede cubrir ante un evento de crédito. Estas varían para los diferentes mercados y tipos de contratos de CDS. Las limitaciones típicas incluyen, tipo de deuda que se asegura, que tenga un vencimiento máximo de 30 años, que no sea subordinada, que no se vea sujeta a restricciones de transmisión, en una moneda única y que no se vea sujeta a contingencia alguna antes de su conversión.

¹⁶ El Acuerdo Marco en 1992 (revisión del Acuerdo Marco Swaps de 1987), incorporo ya aspectos de regulación de los CDS, aunque no sería hasta 1999, que la ISDA introdujera la documentación sobre los CDS, en referencia a la fijación de los eventos de crédito. El Acuerdo Marco 1992 se volvió a actualizar en 2002 (conocido como el Acuerdo Marco de 2002 ISDA). La decisión de actualizar el Acuerdo de 1992 tuvo su origen en la sucesión de crisis que afectaron a los mercados financieros globales en la década de 1990. El 8 de abril de 2009, ISDA, introdujo nuevas modificaciones obligatorias al Acuerdo Marco 2002, conocidas como el "Protocolo de Big Bang", incorporando, junto a otras modificaciones, la "solución subasta", en la liquidación de CDS en caso de eventos de crédito.

¹⁷ La década de 1990 dio lugar a la producción de documentos importantes por la ISDA, conocidos como las Definiciones ISDA 1991, redactadas y sustituidas más tarde por las Definiciones ISDA 2.003.

B) Los sujetos intervinientes en el contrato.

La estructura del contrato de CDS, determina que su realización se lleve a cabo entre dos partes, el comprador de protección y el vendedor de protección. Las posiciones comprador-vendedor de cobertura, que normalmente son intercambiables, incluye a distintos tipos de entidades, como partes del contrato¹⁸. Por entidades, las más activas en el mercado de CDS son los bancos, las compañías de inversión y las aseguradoras. Bancos y compañías de inversión actúan en el mercado como compradores y/o vendedores de protección, mientras que las compañías de seguros (cuya incorporación al mercado de derivados de riesgo de crédito es reciente) son principalmente vendedores de protección. De forma reciente se han incorporado como compradores de protección, los hedge funds, cuya finalidad es básicamente especulativa. Otros participantes son los fondos de pensiones y fondos de inversión, sin embargo su participación en el mercado no es representativa.

Sin embargo, en la medida en que se lleva a cabo en mercados profesionalizados y que, como contrato de derivados ofrece perfiles complejos, aparecen así otros intervinientes en el contrato que permiten que deuda llevarse a cabo. Están los Intermediarios, que proporcionan liquidez a los participantes en el mercado y gestionan los requerimientos jurídico-legales de estos contratos.

C) La Prima de riesgo.

Elemento esencial al contrato lo constituye la prima que ha de pagar el comprador del seguro al vendedor del seguro. El pago de la prima es generalmente trimestral, con fechas de vencimiento fijas (normalmente los 20 de mes: 20 de junio, 20 de septiembre, 20 de diciembre, debido a las fechas de la IMM, que caen en el tercer miércoles de los meses, estas fechas de vencimiento de los CDS se las conoce como "fechas IMM").

Pero la cuestión esencial es el cálculo de la misma. El valor de un CDS depende del comportamiento del riesgo crediticio del activo subyacente. La doctrina desarrolla dos enfoques claramente definidos del riesgo crediticio conocidos como modelos estructurales y modelos de forma reducida.

Los modelos estructurales se basan en la evolución de las variables estructurales de la firma, como el valor de los activos y de la deuda. La idea básica de este tipo de modelos es que una compañía incurrirá en un evento de crédito si el valor de los activos de la firma cae por debajo de una determinada barrera o *threshold*. Estos modelos parten del propuesto por Merton (1974), que propone valorar tanto el patrimonio como la deuda de la empresa con base en la teoría de valoración de opciones. El evento de no pago de la deuda se daría si, a su vencimiento, el valor de la misma supera el de los activos de la empresa¹⁹.

Los modelos reducidos²⁰ configuran el incumplimiento directamente como una variable exógena (ajena a la marcha de la sociedad) . Se basan en técnicas estadísticas, de manera que

¹⁸ Se trata de entidades financieras solventes dado que el contrato de los CDS no puede realizarse por un importe inferior a 10 millones de dólares.

¹⁹ VID., Arbeláez zapata, J.C. y Maya Ochoa, C., "Valoración de Credit Default Swaps (CDS): Una aproximación con el método Monte Carlo", Especial finanzas, julio de 2008, págs89 y ss.

²⁰ El primer modelo reducido fue el de Jarrow-Turnbull13 (1995), R. Jarrow y S. Turnbull, 1995, "Pricing derivatives on financial securities subject to credit.

no consideran de forma explícita la relación entre default y valor de la empresa, sino que introducen de forma separada probabilidades de incumplimiento (PD) y tasas de recuperación (LGD). Estos modelos consideran que el spread entre la deuda y el tipo libre de riesgo se debe exclusivamente a riesgos de crédito. Suponen una tasa de recuperación constante, ignoran el riesgo de contrapartida y suponen independencia entre la calidad crediticia del emisor y las tasas de interés libre de riesgo²¹.

D) Los eventos de crédito o “default” y su determinación.

Los contratos de CDS han de especificar, de igual forma, los eventos de crédito que dan lugar a la obligación de pago por parte del vendedor de protección y a la obligación de entrega de los subyacentes por el comprador de protección (o sistema alternativo de cumplimiento). Un evento de crédito supone un estado discreto, es decir, sucede o no sucede. La definición de evento debe estar acotada por una legislación muy estricta. Esta definición necesita de un soporte legal importante, sobre todo para el caso de los CDS como derivados de crédito. En este punto resulta clave la definición de ISDA.

Básicamente los eventos típicos de crédito que se definen en la documentación ISDA lo constituyen la quiebra de la entidad de referencia (“*Bankruptcy*”), o el impago del subyacente garantizado (la deuda o préstamo) (“*Failure to pay*”). También se puede incorporar como evento de crédito, en Europa, respecto a las entidades de referencia empresarial o soberanos en general, la reestructuración, no en USA. La definición de reestructuración del sector es bastante técnica, aunque aparece referido a aquellas circunstancias en que una entidad de referencia, como resultado del deterioro de su crédito, negocia los cambios en los términos de su deuda con sus acreedores como una alternativa a los procedimientos formales de insolvencia²². En USA se suple por la protección a los deudores contenida en el Capítulo 11 del Código de Bancarrota²³.

Por último señalar que la determinación de si se ha producido o no un evento de crédito según los previstos en el contrato de CDS, dando lugar a la cobertura del mismo, aparece sometido a la decisión de los “Comités de Determinación”, creados en el seno de la ISDA²⁴.

²¹ Vid, LABANDA PUERTA, Arturo: “Derivados de riesgo de crédito. Tipo y Utilidades”, 2005., págs.. 13 y ss <http://www.ucm.es/info/jmas/finemp/dt/0506.pdf>

²² Estas definiciones aparecen contendidas en las Definiciones ISDA 2003, en la que, junto a los eventos de crédito descritos, como más importantes, se recogen otros posibles eventos de crédito como A parte de estos eventos de crédito, la documentación de ISDA también define como posibles eventos de crédito: el descenso del rating de la compañía realizado por una agencia de calificación crediticia (“*Downgrade*”); la imposición de controles de cambio o restricciones de convertibilidad impuestas por un gobierno o una autoridad regulatoria (“*Currency inconvertibly*”); la declaraciones o acciones de un gobierno o una autoridad regulatoria que afectan a la validez de las obligaciones o declaración de guerra o conflicto armado que invalidan las actividades gubernamentales y/o bancarias (“*Governmental action*”). Así, LABANDA PUERTA, Arturo: “Derivados de riesgo de crédito. Tipo y Utilidades”, cit.

²³ El capítulo 11 del “Bankruptcy Code” (de 11 de octubre de 1979, posteriormente modificado en 1984 y 1994), se ocupa del régimen de Reorganización empresarial. Ello es consecuencia del supuesto de la reestructuración de Conseqco en el año 2000, que llevó a la expulsión del evento de crédito de las operaciones de alto rendimiento en EE.UU..

²⁴ Existen varios Comités de Determinación por aéreas o regiones, el constituido para Europa es el EMEA. El Comité de Determinación de Derivados de Crédito EMEA, de la ISDA, resolvió por unanimidad el 9 de marzo que se había producido un evento de crédito de reestructuración se había ocurrido con respecto a la República Helénica (Grecia) regulado en la Sección 4.7 (a) de la ISDA 2003 Definiciones de Derivados de Crédito (en su forma enmendada por el Suplemento de julio 2009), como consecuencia del ejercicio por la República Helénica de las cláusulas de acción colectiva para modificar los términos de la ley que regula la deuda emitida por República Helénica de tal manera que el derecho de todos los tenedores de los Bonos afectados para recibir los pagos se ha reducido.

VI. LA LIQUIDACIÓN DEL CONTRATO: MODALIDADES.

La forma de liquidación o terminación de un contrato de CDS dependerá de si se ha producido o no un evento de crédito o “default”. Si no se ha producido ningún evento de crédito durante la vigencia del contrato, éste expirará en su fecha de vencimiento sin que el vendedor de cobertura tenga que realizar actuación alguna.

Sin embargo, durante la vigencia del contrato se produce un evento de crédito el contrato se liquidará según se haya negociado en el contrato. A estos efectos, las modalidades de liquidación de un CDS, tras la producción de un evento de crédito, pueden ser por entrega física de los bonos al vendedor de protección, liquidar por la diferencia (“*cash*”), sin entrega física o mediante subasta.

A) Liquidación por entrega física o por la diferencia (“*cash*”).

En este sistema la liquidación de la operación, en caso de producirse un evento de crédito, se lleva a cabo bilateralmente mediante entrega física del subyacente o por la diferencia.

En la Liquidación física, el vendedor de protección paga el valor nominal al comprador y a cambio el comprador le hará entrega de una obligación de deuda de la entidad de referencia. (p. ej., un fondo compra deuda senior de una empresa por 5 millones de dólares y se cubre por el mismo importe en un banco, en caso de incumplimiento de la empresa, el banco paga al fondo los 5 millones de dólares y éste debe entregar obligaciones de deuda por un valor de 5 millones de la empresa que al estar en déficit, valen mucho menos en el tráfico²⁵).

En la liquidación por la diferencia (“*cash*”), el vendedor de protección paga al comprador la diferencia entre el valor nominal y el precio de mercado de una obligación de deuda de la entidad de referencia. (En el ejemplo anterior, si los bonos senior de la empresa en “*default*” se cotizan a 25 (centavos de dólar), ya que el mercado cree que los tenedores de bonos altos recibirán el 25% del dinero que se les debe una vez que la empresa se liquide, el banco vendedor de CDS habrá de pagar como cobertura el valor nominal, es decir los 5 millones de dólares, menos el 25%, que es lo que valen en el mercado, es decir, pagará 3,5 millones de dólares). Este sistema de liquidación plantea menos problemas que el anterior respecto a los CDS en descubierto. En primer lugar porque no tendría que cubrirse el comprador de cobertura para liquidar la operación. Pero sobre todo, porque el desarrollo de los CDS ha hecho que existan coberturas de riesgo superiores al valor de los títulos emitidos por las entidades.

B) Liquidación por subasta.

La liquidación del evento de crédito mediante la “solución subasta”, fue introducida por la ISDA²⁶, asociación que se encarga de organizarlas. Este sistema facilita la liquidación cuando se produce un evento de crédito respecto a una gran entidad que ha celebrado una gran cantidad de contratos de CDS, porque permite liquidarlos todos a la vez. Tales subastas tienen un

²⁵ En este caso el comprador de cobertura puede haber actuado también “en descubierto”, de manera que previa a la liquidación habrá de adquirir los subyacentes en el mercado, lo cual realizará a un precio más bajo del nominal ya que los adquiere cuando la entidad está en “default”. El riesgo en estos casos es que existan más CDS sobre los subyacentes que bonos emitidos por la entidad.

²⁶ La “solución subasta” para la liquidación de CDS tras producirse el evento de crédito, se incorporó como medida en el Suplemento “Bing-Bang”, de 8 de abril de 2009, a los Acuerdos Marco ISDA de 2003.

carácter especial toda vez que los tenedores de CDS sobrepasan en número a las entidades tenedoras de bonos. Las subastas más importantes que se han celebrado hasta ahora por la ISDA han sido de deuda soberana, supuestos en los que los bonos en default tienen un carácter muy poco líquido, en la medida en que circulan muy poco en los mercados. En estos casos la subasta se ha realizado en dos etapas. En la primera parte, los tenedores de bonos en default anuncian precios de compra y venta con los cuales están dispuestos a negociar tales instrumentos. En la segunda etapa, los participantes anuncian si están dispuestos a comprar o vender de acuerdo a los precios fijados en la primera etapa del proceso²⁷.

VII.- LOS SISTEMAS DE NEGOCIACIÓN O MERCADOS DE CDS.

A) El Sistema bilateral de negociación (OTC)

En principio, las permutas de incumplimiento crediticio o CDS, son productos negociados Over The Counter (OTC), lo que significa que no son objeto de negociación en un mercado oficial organizado, son contratos hechos a la medida de las dos partes contratantes.

El carácter bilateral de la negociación de CDS, en la que, con frecuencia, las operaciones se llevan a cabo verbalmente, ha facilitado el desarrollo de estos productos, que en muchos casos responden a necesidades muy específicas de la contraparte compradora. Por otro lado, sin embargo, esta estructura de negociación ha contribuido a que estos mercados sean, en general, poco transparentes y estén sujetos a riesgos de contraparte no desdeñables.

En relación a este último tipo de riesgo, hay que señalar que los contratos de CDS normalmente conllevan unos flujos temporales de obligaciones muy desiguales entre la parte compradora y la vendedora. Así, ante un evento de crédito, el riesgo potencial al que se enfrenta el comprador del derivado en caso de un incumplimiento por parte del vendedor es sustancialmente superior al que afronta este último a lo largo de toda la vida del contrato, pues ante un impago de la prima por parte del comprador, el oferente del CDS simplemente puede desligarse de la responsabilidad a la que le ata el contrato. Como han señalado recientemente varios autores, esta circunstancia hace que el riesgo de contraparte asociado a estos productos sea, normalmente, muy superior al de otros derivados OTC²⁸.

También se señala que el nivel de utilización de garantías en estos contratos durante estos últimos años ha podido ser insuficiente para contener el riesgo de contraparte ante situaciones de elevada inestabilidad financiera. Lo que se verificó con los supuestos que dieron lugar a la crisis económica.

En definitiva, los episodios anteriores han servido para concitar un amplio consenso acerca del riesgo sistémico que puede generar un modelo de mercado de CDS basado en la negociación bilateral y que, en ocasiones, presenta una escasa dotación de garantías.

A los factores anteriores de riesgo hay que sumar la ausencia de regímenes de transparencia previa y posterior a la negociación, ya que ni los compradores de CDS tienen acceso a información sobre ofertas de compra y venta –dado que la operación se pacta directamente con el emisor-, ni tampoco existen datos fiables de la negociación realizada en estos mercados, existiendo datos dispares entre las distintas fuentes disponibles.

²⁷ Munevar, D. "CDS sobre Deuda Soberana: ¿Qué son y cómo funcionan? El ejemplo de Grecia", cit.

²⁸ Arce, O, González Pueyo, J. y Sanjuán L. " El mercado de *credit default swaps*: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias", CNM, Documentos de Trabajo N° 42, octubre 2010, pág 21.

A las deficiencias–negociación basada en relaciones bilaterales no reguladas y escasa transparencia–, se ha añadido recientemente otro posible factor generador de riesgo sistémico en los mercados de CDS, referidos a la deuda soberana, al entender que las condiciones de tensión en la negociación de la deuda soberana de varios países europeos es posible la existencia de prácticas especulativas e incluso manipuladoras en los mercados de CDS soberanos.

En definitiva, los episodios anteriores han servido para concitar un amplio consenso acerca del riesgo sistémico que puede generar un modelo de mercado de CDS basado en la negociación bilateral y que, en ocasiones, presenta una escasa dotación de garantías.

A esos problemas se ha intentado dar respuesta a través de diversas medidas tomadas en el seno de las instancias internacionales y de EE.UU. y la U.E.

B) El sistema de negociación CCP.

La preocupación por dar mayor seguridad en el mercado tras la crisis de 2008 ha llevado a que, no solo en el ámbito de los operadores de los mercados de CDS, sino desde instancias con poder regulatorio, se haya buscado sistemas de negociación superadores de los problemas apuntados. Así, ya en la Cumbre de líderes del G-20²⁹, celebrada en 2010, se llegaron a acuerdos para presionar en el sentido de organizar los mercados de CDS de forma más segura y transparente. Como expresión de dicha exigencia se lleva cabo, entre otras medidas, el establecimiento de Cámaras Centrales de Contrapartida (conocidas comúnmente por sus siglas en inglés CCP o *Central Counterparties*) para la contratación y liquidación de los CDS³⁰. Cámaras de compensación que actúan como contraparte central en ambos lados de la transacción de CDS, lo que reduce el riesgo de contraparte a que se enfrentan tanto el comprador como el vendedor de un CDS³¹. Se trata de mercados organizados o SMN (Sistemas Multilaterales de Negociación)

Con la creación de los mercados CCP se busca la mejora de la gestión del riesgo de contraparte, evitando el que se genera en los mercados OTC, lo que se consigue a través de

²⁹ Toronto, 26-27 de junio de 2010. Recientemente, en octubre de 2010, el Financial Stability Board (FSB) hizo público un documento (véase FSB, 2010) en el que se desarrollan y explicitan las líneas maestras trazadas por el G-20 en este ámbito y que recoge 21 recomendaciones concretas para la reforma del mercado de derivados OTC. Ese mismo documento contiene algunas estimaciones sobre el volumen de contratos OTC que ya están siendo liquidados en CCP, en base a los datos publicados por la DTCC y Trioptima. En concreto, de acuerdo con estas fuentes, el 31% de los contratos de permutas de tipos de interés ya se liquida en CCP, porcentaje que en el caso de los CDS desciende al 13%. El resto de derivados OTC (con acciones, materias primas y divisas como subyacentes) mantienen unos porcentajes liquidados en CCP muy por debajo de las dos categorías anteriores. como la fecha límite para que todos los derivados OTC estandarizados pasen a ser negociados en mercados organizados o SMN. Además, en este último comunicado, el G-20 se muestra partidario de emplear medidas en el ámbito de los márgenes y garantías aplicados a los contratos con derivados para favorecer la estabilidad en estos mercados y mitigar su carácter procíclico.

³⁰ El sistema de negociación CCP opera a través de dos Cámaras Centrales de Contrapartida (o Central Counterparties) para la contratación y liquidación de CDS, una para EE.UU., operada por Inter Continental Exchange (ICE Trust) y CME Grupo, y otra para Europa, compuesta por la filial europea de ICE, ICE Clear Europa, NYSE-LIFFE/B Clear y LCH Clearnet, Eurex y LCH Clearnet S.A., filial francesa de LCH Clearnet. En Asia se incluyen iniciativas de la Japan Securities Clearing Corporation (JSCC) y de Tokyo Financial Exchange (TFX).

³¹ Para aquellos contratos con menor grado de estandarización, el G-20 propuso el establecimiento de mayores requisitos de capital a las entidades intervinientes, con el objetivo de que éstas internalicen adecuadamente el riesgo agregado que produce la negociación bilateral OTC.

una contratación múltiple en la que la Cámara actúa de contraparte tanto del vendedor de cobertura como respecto del comprador de cobertura.

A ello se une el reforzamiento de los requisitos de garantía (*collateral*). Constitución de garantías bien al comienzo de la negociación (“initial margin”) así como durante la vida del contrato (“variation margin”), que en un sistema CCP se constituyen de manera central y se compensan de forma multilateral³². Además, para tener la posibilidad de negociar en un sistema CCP, es necesario realizar un depósito que integre un “fondo de incumplimiento”.

Además de la reducción del riesgo de contraparte, la incorporación de la liquidación de un parte importante de los contratos OTC a cámaras de contrapartida también puede contribuir directamente a mitigar los problemas de falta de transparencia de los que adolecen los mercados OTC. Esto último no es sólo beneficioso para la mayoría de los participantes en estos mercados, sino que también posibilitaría la obtención de información prudencial muy relevante para los supervisores.

No obstante, se apunta por algunos analistas que los aspectos más complejos y sobre los que existen mayores carencias de análisis son los relacionados con el número óptimo de CCP³³ y la tipología de activos susceptibles de ser liquidados en ellas. Una de las decisiones estratégicas que debe tomarse de manera coordinada entre los supervisores implicados es la elección del número de CCP autorizadas para liquidar CDS. Otro de los aspectos a considerar es la exclusividad de la actividad de las CCP y, en particular, la conveniencia de restringir su operativa a contratos de CDS, excluyendo la liquidación de otros contratos.

Por último, un riesgo cuya eliminación no es automática a partir del establecimiento de CCP es el relativo a la enorme influencia que sobre el mercado de CDS tienen los grandes *dealers*, para quienes una disminución de las operaciones bilaterales y un aumento en el nivel de transparencia y supervisión pueden conllevar una reducción en sus beneficios.

VIII. LAS TENDENCIAS REGULADORAS DE LOS MERCADOS DE CDS.

Las medidas relativas a los mercados a partir de la creación de las Cámaras de Compensación y negociación de los CDS en mercados organizados (SMN), se ven complementadas o reforzadas a través de diversas medidas destinadas al control y la transparencia de estos mercados llevadas a cabo en el seno de la legislación Norteamérica y de la Unión Europea.

A) Las normas de la Dood-Frank-Act.

En Estados Unidos, la Ley Dodd-Frank (“Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”), aprobada en julio de 2010, recoge medidas concretas que incorporan las recomendaciones del G-20, incluyendo, como aspecto más novedoso, la necesidad de efectuar una supervisión prudencial específica de los intermediarios y compañías presentes en los mercados de CDS cuya actividad suponga posiciones de riesgo significativas para sus contrapartes. En particular, el

³² Vid, Felicitas Muñoz, A y Cancer Loma, I., “Los CDS en la gestión del riesgo de incumplimiento”, RMV, nº 9, 2011, págs. 144 y ss.

³³ Vid contenido de la nota 30, up supra.

legislador de ese país ha encomendado a la SEC y a la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) el desarrollo de algunos de los aspectos de la Ley Dodd-Frank, para lo cual se ha abierto un periodo de consulta pública en el que se pueden remitir propuestas de tratamiento normativo de los diferentes aspectos cubiertos por la misma.

La Ley Dodd-Frank crea dos nuevas categorías de entidades que deben registrarse para llevar a cabo su actividad en el mercado de CDS: los intermediarios en el mercado de *swaps* (*swap dealers*) y los intervinientes principales (*major swap participants*). Ambos tipos de entidades deberán liquidar obligatoriamente en CCP aquellos CDS que la CFTC considere estandarizados, cuya negociación deberá además realizarse en mercados regulados o plataformas de negociación de *swaps*. Esta es una de las diferencias con respecto a la propuesta de la CE, que no incorpora la negociación obligatoria de los CDS estandarizados en mercados regulados o sistemas multilaterales de negociación (SMN). La CFTC atenderá a una serie de criterios para evaluar la obligatoriedad de liquidar los derivados OTC en las cámaras de contrapartida. Entre ellos, se señalan el grado de liquidez de los CDS, la disponibilidad de información sobre precios, el número de contratos pendientes de liquidar y los efectos sobre la disminución del riesgo sistémico que conllevaría, aspectos que también han sido considerados en la propuesta de la CE.

Cuando los CDS sean considerados por la CFTC como no estandarizados, los intermediarios en el mercado de *swaps* y los intervinientes principales estarán sujetos a requisitos de capital por las posiciones que mantengan en cartera. En estos mercados, además, estos agentes estarán obligados a mantener y actualizar sus garantías de manera similar a lo establecido según los procedimientos de control de riesgos vigentes en las CCP.

Finalmente, la Ley Dodd-Frank prevé retirar el acceso a las facilidades de la Reserva Federal e incluso del seguro de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) a aquellas entidades de crédito que no segreguen en una entidad independiente, adecuadamente capitalizada, las operaciones de negociación de CDS que no se liquiden en CCP y los CDS sobre activos titulizados. Por este motivo, a pesar de que la nueva normativa entrará en vigor dentro de cuatro años, algunas entidades ya han anunciado que cesarán las actividades por cuenta propia en algunas áreas como la de derivados sobre materias primas.

B) La regulación de la Unión Europea.

En desarrollos de los postulados y acuerdos surgidos de la cumbre del G-20, los principales líderes europeos³⁴, apuntaron la necesidad de regular el mercado de CDS no solo en el ámbito de control de contraparte y transparencia de los mercados de CDS, sino dando un paso más, en referencia a la deuda pública soberana de los Estados Miembros de la U. E., al entender que generaban un mercado meramente especulativo de derivados de deuda pública.

A partir de ahí la Comisión Europea trabajó en el diseño de una regulación del mercado de los CDS, para impedir ataques especulativos contra la deuda soberana de los países miembros. Proponiéndose el traslado de dicha iniciativa al G-20. Como consecuencia de dichas iniciativas, con fecha de 18 de octubre de 2011³⁵, el Parlamento y el Consejo y la Comisión acordaron

³⁴ A la cabeza de ellos la Canciller Alemana, Angela Merkel

³⁵ COMISIÓN EUROPEA – COMUNICADO DE PRENSA, 20 DE OCTUBRE DE 2011

endurecer las normas para la venta en corto al descubierto de acciones y bonos y prohibir las transacciones al descubierto de los “seguros de impago” (CDS) vinculados a la deuda soberana, aunque dejando abierta la posibilidad de suspender esta restricción.

El acuerdo alcanzado por las instancias comunitarias, se concreto por la Comisión Europea a través de la propuesta de revisión de la Directiva relativa a los mercados de instrumentos financieros (2004/39/CE, denominada MiFID)³⁶ y la aprobación de un Reglamento, con la finalidad de lograr unos mercados financieros más eficientes, resistentes y transparentes y, reforzar la protección de los inversores³⁷. De estas dos iniciativas la segunda, la aprobación de un reglamento es la que ha tenido lugar.

Dicha propuesta se ha concretado, hasta ahora, en la aprobación y publicación del Reglamento (UE) nº 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012³⁸, “sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago”, es decir, de los CDS en la terminología internacionalmente usada.

a) *Las medidas de control del mercado. Propuesta de Reforma de la Directiva (MiFID)*³⁹.

La reforma de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) en lo relativo al funcionamiento de los mercados de instrumentos financieros⁴⁰, está muy centrada en los mercados de acciones, y dentro de dichos mercados, en los secundarios oficiales. Según la CE, el desarrollo de fórmulas alternativas de negociación, los avances tecnológicos en este campo y la necesidad de canalizar más operativa “over-the-counter” (OTC) a centros de ejecución multilaterales, hacen necesaria la reforma de la Directiva. Asimismo, la CE considera necesario incrementar la transparencia anterior y posterior a la negociación, tanto en los mercados de acciones como en los de otros instrumentos, facilitando la consolidación de los datos suministrados por los mercados, algo fundamental en un entorno de ejecución de órdenes más fragmentado y con mayor competencia entre operadores, justo el objetivo que buscaba la MiFID. La reforma buscará también un refuerzo de la protección del inversor y de la supervisión de dichos mercados. Si estos cambios van adelante, se prevé que los mercados serán más eficientes y líquidos.

³⁶ La Directiva 2004/39/CE [Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo] y la Directiva 2006/73/CE [Directiva 2006/73/CE de la Comisión de 10 de agosto de 2006 por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión, y términos definidos a efectos de dicha Directiva] componen, junto con el Reglamento (CE) 1287/2006 de 10 de agosto de 2006 (por el que se aplica la Directiva 2004/39, de directa aplicación desde su entrada en vigor el 1 de noviembre de 2007), la normativa comunitaria conocida coloquialmente como MiFID.

³⁷ El nuevo marco dotará asimismo a los reguladores de una mayor capacidad de supervisión y aportará unas normas de funcionamiento claras para todas las actividades de negociación. Debates de la misma índole se están llevando a cabo en Estados Unidos y otros centros financieros de importancia mundial

³⁸ Publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea (L 086), el 24 de marzo de 2012.

³⁹ Documento de Trabajo de la Comisión Europea (CE), de 8 de diciembre de 2010: “Review of the Markets in Financial Instruments Directive (MiFID)”. También conocido como MiFIR/MiFID2,

⁴⁰ La reforma de la Directiva de Mercados de Instrumentos Financieros (MiFID) se extenderá a dos ámbitos, el de la protección del inversor y el del funcionamiento de los mercados.

Otro elemento importante de la propuesta de revisión de la Directiva MiFID (que ya abarca los sistemas de negociación multilateral y los mercados regulados) será la incorporación a su marco regulador de un nuevo tipo de centro de negociación: los sistemas organizados de negociación (SON). Se trata de plataformas organizadas que, si bien no están reguladas en la actualidad, desempeñan una función cada vez más importante. Por ejemplo, en estas plataformas se negocian cada vez más los contratos normalizados de productos derivados. La nueva propuesta colmará esta laguna legal. Aunque la MiFID revisada seguirá dando cabida a diferentes modelos empresariales, garantizará que todos los centros de negociación apliquen las mismas reglas en materia de transparencia que se suavicen los conflictos de intereses.

Gracias a la incorporación de la categoría SON en las propuestas mejorará la transparencia de las actividades de negociación en los mercados de valores, incluidas las plataformas de negociación anónima o «dark pools» (volúmenes negociados o liquidez que no están disponibles en las plataformas públicas). Solo se autorizarán excepciones en determinadas circunstancias previstas por la normativa. Las propuestas implantarán también un nuevo régimen de transparencia en los mercados no participativos (obligaciones, productos de financiación estructurada y derivados). Además, gracias a los nuevos requisitos establecidos según los cuales todos los datos de los mercados deben reunirse en un solo lugar, los inversores podrán tener una visión de conjunto de todas las actividades de negociación en la UE, lo que sin duda les ayudará a tomar decisiones con mayor conocimiento de causa.

En definitiva, la normativa aparece dirigida a simplificar y hacer más transparentes los mercados de derivados que, como se venía afirmando, son mercados complejos y opacos, de manera que se conviertan en mercados más seguros y más abiertos.

b) *Restricciones a las compra en descubierto de CDS sobre deuda soberana.*

La aprobación del Reglamento (UE) nº 236/2012) de la Unión Europea, viene a completar el proceso de regulación y control de los mercados de CDS, estableciendo restricciones respecto a las compras de “permutas de cobertura por impago” al descubierto de deuda soberana de los Estados Miembros de la U.E., a la vez que se recogen propuestas de transparencia en el mercado.

Como en el propio Reglamento se establece, la regulación en él contenida tiene como finalidad “armonizar las normas de las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago, a fin de impedir, dada la probabilidad de que los Estados miembros sigan tomando medidas dispares, que se creen obstáculos para el correcto funcionamiento del mercado interior”. Con la finalidad de “garantizar el correcto funcionamiento del mercado interior y mejorar las condiciones de tal funcionamiento, en particular por lo que respecta a los mercados financieros, y para ofrecer a los consumidores e inversores un elevado nivel de protección, procede, por tanto, establecer un marco reglamentario común en lo que se refiere a los requisitos y facultades en relación con las ventas en corto y las permutas de cobertura por impago, y asegurar una mayor coordinación y coherencia entre los Estados miembros cuando hayan de adoptarse medidas en circunstancias excepcionales”.

Respecto a la regulación de las “permutas de cobertura por impago” o CDS se centra en la prohibición de compras de CDS en descubierto. Así, el Reglamento establece, como principio,

la prohibición respecto a las operaciones de CDS en descubierto en referencia a la deuda soberana de los estados miembros. Así se establece que, una persona física o jurídica podrá realizar operaciones de CDS sobre deuda soberana “únicamente cuando tal transacción no conduzca a una posición descubierta en un CDS soberano, conforme a lo dispuesto en el art. 4”. (art. 14)

A efectos del Reglamento, se considerará que una persona mantiene una posición descubierta en un CDS soberano, si éste (el CDS) no sirve para cubrir:

- a) El riesgo de incumplimiento del emisor, cuando la persona física o jurídica mantiene una posición larga en la deuda soberana del emisor (es titular de la misma, o de un instrumento financiero (futuro, opciones) que le confiera una ventaja en caso de que aumente el precio o valor del instrumento de deuda),
- b) El riesgo de una disminución del valor de la deuda soberana cuando la persona física o jurídica posea activos o esté sujeta a pasivos, incluyendo entre otros los contratos financieros, una cartera de activos u obligaciones financieras cuyo valor guarde una correlación con el valor de la deuda soberana. (Es decir, cuando se justifique una inversión en relación a la deuda soberana que implique un efectivo riesgo)(art. 4.1).

A continuación el propio Reglamento se encarga de otorgar poderes a la Comisión para adoptar actos delegados (en los términos que el propio art 42 del Reglamento establece) a los efectos de precisar los supuestos en que una persona mantiene una posición descubierta en un CDS soberano, para especificar:

- a) Los supuestos en que se considerará que una operación de CDS soberano sirve para cubrir un riesgo de incumplimiento o el riesgo de una disminución del valor de la deuda soberana y el método de cálculo de las posiciones descubiertas en CDS soberanos,
- b) el método de cálculo de las posiciones, cuando diferentes entidades de un grupo mantengan posiciones largas o cortas o cuando se trate de actividades de gestión de fondos relativas a distintos fondos. (art. 4.2).

No obstante, el Reglamento recoge la posibilidad de que los estados miembros tengan la posibilidad de “salirse” o dejar en suspenso esta prohibición de contratación en descubierto de CDS, previa autorización de la Autoridad Europea de los Mercados de Valores⁴¹ (ESMA, en inglés) y solo bajo casos claramente y objetivamente definidos. Entre las justificaciones admitidas figuran diversas causas: a) las situaciones en que el mercado de deuda soberana “no funciona adecuadamente”, b) cuando la prohibición pueda tener un impacto negativo en los CDS soberanos, c) el incremento o el alto interés sobre la deuda soberana y d) que la restricción afecte a una cierta cantidad de bonos que puedan ser negociados u otro tipo de limitación (art. 8, en relación con el art. 14, apat. 2)

⁴¹ La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, en referencia a su denominación en Inglés), aparece regida por el Reglamento 1095/2010 de 24 de noviembre de 2010, que la configura como una Autoridad Europea de supervisión (de valores y Mercados), con modificación de la Decisión 716/2009 CE y la derogación de la Decisión 20097777ce de la Comisión. La ESMA, es un comité independiente de reguladores europeos de valores, establecido por la Comisión Europea.

Ahora bien, de igual forma prevé el Reglamento (art.8) que, cuando una autoridad competente suspenda la restricción a una persona física o jurídica que tiene una posición en descubierto en un CDS soberano, informará a la autoridad competente pertinente siempre que la posición alcance o descienda de los umbrales de relevante notificación, según lo establecido en el propio Reglamento (art. 7).

Estos umbrales de notificación consistirán en un importe inicial y tramos incrementales adicionales en relación con cada uno de los emisores soberanos, de acuerdo con las disposiciones que adopte la Comisión, señalándose a este respecto (art. 7.3), que la Comisión, (a) velará porque los umbrales no se fijen en niveles que requieran la notificación de posiciones de mínimo valor, b) tendrá en cuenta el saldo vivo total de la deuda soberana emitida por cada uno de los emisores soberanos y la magnitud media de las posiciones mantenidas por los participantes en el mercado en relación con la deuda soberana de dicho estado emisor y c) tendrá en cuenta la liquidez de cada mercado de instrumentos de deuda soberana (aquí la liquidez del mercado de CDS de deuda soberana). Además se prevé que la ESMA publique en su página web los umbrales de notificación para cada Estado miembro (art. 7.2).

Respecto al método de notificación y publicación, (se establece el mismo régimen para los tres supuestos contemplados en el Reglamento, por lo tanto incluye a la posición en descubierto en un CDS de deuda soberana, en casos de suspensión de la prohibición de negociación de los mismos), se hará, “especificando la identidad de la persona física o jurídica que mantenga la pertinente posición, la magnitud de ésta, el emisor en relación con el cual se mantiene y la fecha en que la posición se haya creado o modificad o haya dejado de mantenerse” (art. 9).

Tras la notificación a la ESMA, ésta tendrá 24 horas para autorizar o denegar la petición. En todo caso se establece que el levantamiento de la prohibición será temporal, ya que solo podrá ser aplicado un máximo de 12 meses, renovables por períodos de hasta seis, si las tensiones del mercado permanecen. Junto a ello, se otorgan más poderes a la ESMA y a las autoridades nacionales competentes para imponer medidas temporales si se produce una gran caída, como restringir la venta en corto y transacciones con CDC. (art.)

Finalmente el Reglamento contempla la posibilidad de que se establezcan restricciones sobre las operaciones de CDS soberanos en circunstancias excepcionales. A este respecto se prevé que (art. 21) “Siempre que se respete lo dispuesto en el artículo 22, una autoridad competente podrá limitar la posibilidad de que las personas físicas o jurídicas realicen operaciones con permutas de cobertura por impago soberano o podrá limitar el valor de las posiciones descubiertas en permutas de cobertura por impago soberano que podrán abrir las personas físicas y jurídicas, cuando:

- a) se hayan producido hechos o circunstancias adversos que constituyan una seria amenaza para la estabilidad financiera o la confianza del mercado en el Estado miembro en cuestión o en otro u otros Estados miembros, y
- b) la medida sea necesaria para hacer frente a la amenaza y no tenga un efecto perjudicial sobre la eficiencia de los mercados financieros que resulte desproporcionado con respecto a las ventajas”.

2. “Las medidas adoptadas con arreglo al apartado 1 podrán aplicarse a las operaciones con permutas de cobertura por impago soberano de una determinada clase o a operaciones con permutas de cobertura por impago soberano específicas. Las medidas podrán aplicarse en las circunstancias o con las excepciones que especifique la autoridad competente. Podrán, en particular, establecerse excepciones aplicables a las actividades de creación de mercado y a las actividades del mercado primario” (art 21).

Dichas medidas restrictivas tendrán un período inicial de vigencia no superior a tres meses a partir de la fecha de publicación del aviso que ha de realizar la autoridad competente en la página web. Aunque se prevé que dichas medidas puedan prorrogarse por períodos renovables no superiores a tres meses si las razones para adoptarlas siguen siendo válidas. Si la medida no se prorroga al cabo de ese período de tres meses, caducará automáticamente. (art. 24).

IX. CONCLUSIONES

Los contratos de CDS, como contratos de cobertura de riesgo, dentro de los derivados de crédito, plantean el problema de su doble dimensión o doble posibilidad de ser contemplados. La dimensión que más interés ha suscitado es la dimensión de los CDS en tanto derivados de crédito, de ahí que aparezcan analizados desde la perspectiva de su condición de productos derivados que se negocian en mercados propios. Desde esta perspectiva constituyen una figura polémica por el riesgo que su utilización de forma incontrolada ha generado en los mercados, habiendo surgido una serie de medidas tendentes a corregir los desajustes que su negociación produce y los riesgos que entrañan. Aunque también se destacan sus cualidades como medio de diversificación de riesgos de las grandes entidades y como medio de cobertura de grandes operaciones.

Sin embargo, los CDS, en tanto contrato, pueden ser analizados como tales a partir de su concepto, naturaleza, elementos y liquidación. Desde esta perspectiva, si bien se destacan las inevitables peculiaridades de la figura, derivadas de su condición de producto financiero que se negocia en mercados, también nos permite poner de manifiesto todos y cada uno de los aspectos de su regulación y la problemática que presentan

En nuestro trabajo somos conscientes de que simplemente hemos tratado de realizar una aproximación al régimen jurídico de los contratos de CDS, ofreciendo una descripción de su régimen más que un análisis en profundidad, lo cual rebasaría con mucho las pretensiones de este trabajo.