

Instrumentos de resolución de entidades de contrapartida central. Eficacia y posible repercusión sistémica

María José Gómez Yubero (*)

(*) María José Gómez Yubero pertenece a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de su autora y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV.

Índice

1	Introducción	7
2	Sistemicidad de las ECC y las tres «R» esenciales	7
3	Objetivos de la resolución de las ECC	11
4	Revisión de las herramientas disponibles	12
4.1	Instrumentos de asignación de posiciones	14
4.2	Instrumentos de asignación de pérdidas	15
4.3	Instrumentos de absorción de pérdidas por la ECC	18
4.4	Instrumentos de transferencia de activos	20
4.5	Instrumentos de estabilización gubernamental	22
5	Análisis de recursos adicionales o alternativos	23
5.1	Emisión de deuda de recapitalización interna (<i>bailinable</i>)	25
5.2	Fondo de resolución	26
5.3	Contratación de un seguro específico para resolución	26
5.4	Apoyo financiero de terceros en resolución	26
5.5	Otros posibles instrumentos reservados para resolución	27
6	Conclusiones	28
	Anexo	30
	Referencias	33

Siglas utilizadas

BIS	Bank for International Settlements
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures – Bank for International Settlements
ECC	Entidad de contrapartida central
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
FSB	Financial Stability Board
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
NCWO	<i>No creditor worse off</i>
OTC	<i>Over the counter</i>
PFMI	Principles for Financial Market Infrastructures
UE	Unión Europea
VMGH	<i>Variation margin gain haircutting</i>

1 Introducción

Como continuación del trabajo publicado en 2021¹ sobre resolución de entidades de contrapartida central (ECC), este artículo analiza el impacto en la estabilidad financiera de la aplicación de herramientas de resolución en escenarios de fallo de miembros, fallos operativos y crisis sistémica.

Este análisis contribuirá a enriquecer el trabajo relativo al plan de resolución de la ECC española y se ha beneficiado de las discusiones mantenidas en los talleres sobre esta materia que ha desarrollado el FSB junto con CPMI e IOSCO y en los que ha participado la CNMV.

También ha contribuido a enriquecer este análisis la Conferencia sobre Recuperación y Resolución de ECC² que la CNMV celebró el 21 de junio de 2022 con el objetivo de sensibilizar a la industria financiera sobre la nueva regulación europea sobre la materia y de promover debates sobre sus implicaciones con la industria financiera, autoridades competentes y académicos. En particular, la mesa redonda dedicada a la efectividad y el posible impacto en la estabilidad financiera de la aplicación de herramientas de resolución de ECC ha inspirado buena parte de este análisis.

2 Sistemicidad de las ECC y las tres «R» esenciales

La importancia sistémica de las ECC adquirida tras la crisis financiera global se debe, en gran medida, a la incorporación de los derivados OTC en la compensación centralizada, lo que ha hecho que el mercado de derivados sea más seguro, estable y transparente y, al mismo tiempo, ha convertido a estas infraestructuras en entidades demasiado importantes para caer (*too big to fail*).

De acuerdo con el último informe publicado por el FSB sobre los avances en la reforma de los mercados de derivados OTC³, 17 de las 24 de las jurisdicciones miembros del FSB han aprobado medidas regulatorias para la compensación central obligatoria. Entre ellas, la Unión Europea⁴, Hong Kong, Suiza, Reino Unido y EE. UU., donde se ubican las ECC más importantes del mundo, consideradas por el FSB como cámaras de compensación sistémicas en más de una jurisdicción⁵.

1 Gómez-Yubero y Gullón (2020).

2 El video de la conferencia está disponible en la página web de la CNMV. La retransmisión de la mesa redonda sobre efectividad y posible impacto en la estabilidad financiera de la aplicación de herramientas de resolución de ECC está disponible a partir de 2:32:20 (CNMV, 2022).

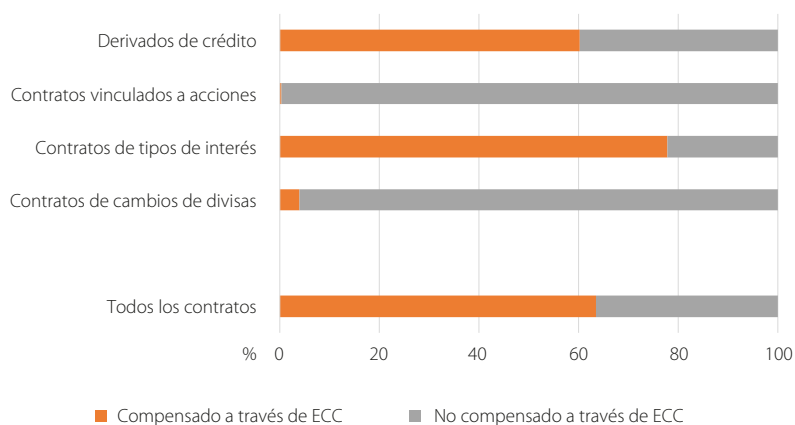
3 FSB (2022).

4 La Unión Europea engloba a los 27 Estados miembros, de los cuales 5 son jurisdicciones miembros del FSB (Francia, Alemania, Italia, Países Bajos y España).

5 Son 13 ECC a nivel mundial, de las cuales 6 son de la UE: BME Clearing (España - UE), CC&GB (Italia - UE), CME Inc. (EE. UU.), Eurex Clearing (Alemania - UE), EuroCCP (Países Bajos - UE), HKFE Clearing Corporation (RAE de Hong Kong), Clear Credit (EE. UU.), ICE Clear Europe (Reino Unido), LCH Ltd (Reino Unido), LCH SA (Francia - UE), Nasdaq Clearing (Suecia - UE), Options Clearing Corporation (EE. UU.) y SIX x-clear (Suiza).

De acuerdo con las últimas estadísticas sobre derivados OTC publicadas por el Banco Internacional de Pagos (BIS), el 64 % del volumen de contratos de derivados vigentes a nivel mundial (632 billones de dólares al cierre del primer semestre de 2022) se compensan a través de ECC. El mayor volumen de derivados OTC se concentra en los contratos sobre tipos de interés, que representan el 80 % del volumen total. En este caso, la proporción de contratos compensados de manera centralizada era del 78 % a finales de junio de 2022.

Proporción del saldo vivo de derivados OTC compensados a través de ECC GRÁFICO 1



Fuente: BIS (2022).

Además, dada la naturaleza transnacional de la actividad de compensación y las considerables interdependencias con el resto del sistema financiero, durante la última década la agenda regulatoria ha considerado prioritario el refuerzo de su resiliencia, de su capacidad de recuperación y de su resolubilidad.

La resiliencia, la recuperación y la resolución de las ECC son tres «R» esenciales para las ECC, que están estrechamente vinculadas: por un lado, unos mecanismos sólidos de resiliencia pueden reducir la probabilidad de que sea necesario entrar en fase de recuperación y de resolución, al tiempo que los acuerdos de recuperación y resolución deben mantener los incentivos para garantizar la resiliencia en la fase de continuidad.

Desde la implementación de estas reformas, se han logrado avances significativos para mejorar la interacción y eficacia de las tres «R», logrando una regulación armonizada a nivel mundial, que se asienta en los principios internacionales adoptados tras la crisis financiera.

Por un lado, los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero (PFMI, por sus siglas en inglés⁶), que fueron acordados por CPMI-IOSCO en 2012 y complementados en los años siguientes, abordan el régimen prudencial y de gestión de riesgos, y tuvieron su reflejo en Europa en el Reglamento EMIR⁷.

6 CPMI-IOSCO (2012).

7 Reglamento (UE) 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones.

Por otra parte, los atributos clave de los regímenes de resolución efectivos para instituciones financieras⁸, aprobados por el FSB en 2011 para el sistema bancario y adaptados en 2014 a las infraestructuras de mercado, abordan el problema de las instituciones financieras que son demasiado grandes para caer al definir un marco de resolución que permita a las autoridades gestionar la inviabilidad de estas entidades, manteniendo la continuidad de funciones críticas para el buen funcionamiento del sistema financiero y sin recurrir a fondos de los contribuyentes.

El Reglamento europeo sobre recuperación y resolución de entidades de contrapartida central (en adelante el Reglamento europeo de R&R de ECC⁹) se ajusta a estos principios y con su aprobación y efectiva aplicación, a partir de agosto de 2022, se ha logrado que todas las ECC del mundo consideradas por el FSB como sistémicas en más de una jurisdicción¹⁰ (entre ellas, la española BME Clearing) cuenten con un marco de recuperación y resolución ajustado a los estándares internacionales aprobados tras la crisis financiera global.

A nivel internacional, se sigue trabajando para fortalecer aún más las tres «R» de estas infraestructuras y mejorar la efectividad de las reformas del mercado de derivados OTC. Entre estos trabajos, cabe destacar los siguientes más recientes¹¹:

- En noviembre de 2022, CPMI-IOSCO publicó un informe sobre resiliencia cibernética¹² de las infraestructuras del mercado financiero en el que se observa una adopción razonablemente alta de la orientación cibernética emitida en 2016¹³, pero destaca que algunas infraestructuras (si bien en número reducido) no cumplen plenamente las expectativas con respecto al desarrollo de planes de recuperación y respuesta cibernética para cumplir con el objetivo de recuperación en el tiempo máximo de dos horas. Este informe identifica algunos problemas adicionales: i) relacionados con deficiencias en los planes de respuesta y recuperación en escenarios de ataques cibernéticos extremos, ii) falta de pruebas de resiliencia cibernética después de cambios importantes en el sistema, iii) falta de pruebas exhaustivas basadas en escenarios y iv) la insuficiente participación de las partes interesadas relevantes en las pruebas. A la vista del posible impacto agregado, se insta a las infraestructuras del mercado financiero correspondientes y a sus supervisores a abordar estas cuestiones con la máxima prioridad.
- El CPMI e IOSCO publicaron en septiembre de 2022¹⁴ un informe sobre los beneficios y retos derivados de los nuevos modelos de acceso a la compensación centralizada, que permiten a los clientes acceder directamente a los servicios de las ECC, y sobre la efectividad de las prácticas de permitir la

8 FSB (2014).

9 Reglamento (UE) 2021/23 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2020, relativo a un marco para la recuperación y la resolución de entidades de contrapartida central.

10 Véase nota 5.

11 El epígrafe 3.1 de Gómez-Yubero y Gullón (2020) recoge una síntesis de estos avances hasta finales de 2020.

12 CPMI-IOSCO (2022d).

13 CPMI-IOSCO (2016).

14 CPMI-IOSCO (2022b).

portabilidad de las posiciones de los clientes en caso de incumplimiento del proveedor de servicios de compensación.

- El CPMI e IOSCO también han impulsado una reflexión y debate con la industria para tratar de avanzar en los problemas identificados relacionados con las subastas de gestión de incumplimientos de ECC¹⁵, así como con las prácticas para abordar las pérdidas no vinculadas con el incumplimiento en los escenarios habituales, de recuperación y de liquidación ordenada¹⁶.
- El FSB, CPMI e IOSCO publicaron en marzo de 2022 un análisis sobre los recursos financieros y las herramientas de las ECC existentes para la recuperación y la resolución¹⁷, y destacaron la necesidad de continuar trabajando en los recursos e instrumentos disponibles en materia de resolución. En la actualidad, el FSB continúa este trabajo, en el que se evalúan los costes y beneficios de posibles herramientas y recursos financieros alternativos para la resolución de ECC (al que se hace referencia en la sección 5).
- Como parte del programa del FSB para mejorar la resiliencia de la intermediación financiera no bancaria, CPMI-IOSCO sometió a consulta pública en septiembre de 2022 un informe sobre las prácticas sobre aportación de márgenes en los mercados de compensación central y no central en derivados y valores¹⁸, en el que identifica varias áreas susceptibles de mayor análisis y de posibles orientaciones de política en el futuro.

A pesar de estos avances, la creciente importancia sistémica de las ECC y la intensificación de su interconexión con los bancos a través de servicios de compensación y de otro tipo (líneas de liquidez, servicios de liquidación, custodia e inversión) subraya la necesidad de comprender y considerar más a fondo la recuperación y resolución de las ECC y su impacto en la estabilidad financiera.

Las siguientes secciones analizan los diferentes tipos de instrumentos que una autoridad de resolución tiene a su alcance para acometer la inviabilidad de una ECC y se avanzan algunas de las líneas de investigación que en el ámbito del FSB se están llevando a cabo sobre posibles recursos adicionales o alternativos en caso de que los instrumentos existentes en las fases de recuperación o de resolución pudieran ser insuficientes o conllevaran riesgos no asumibles para el sistema financiero. El cuadro recogido en el anexo 1 resume este análisis.

15 CPMI-IOSCO (2020).

16 CPMI-IOSCO (2022a).

17 FSB, CPMI e IOSCO (2022).

18 CPMI-IOSCO (2022c).

3 Objetivos de la resolución de las ECC

La inviabilidad de entidades como las ECC, que proveen servicios críticos en cuanto a tiempo, esenciales e insustituibles, podría tener implicaciones sistémicas no asumibles por el sistema financiero, por lo que la resolución de este tipo de entidades demasiado importantes para caer debe tener como objetivo la continuidad de las funciones críticas de la ECC en todas las jurisdicciones en las que esas funciones se desarrollen y la búsqueda de la estabilidad financiera sin recurrir a fondos de los contribuyentes.

La planificación de la resolución debe tratar de preservar el mantenimiento de incentivos para que las ECC, los miembros compensadores y los participantes del mercado compensen de forma centralizada y se comprometan de manera constructiva a lograr una gestión de riesgos y una recuperación exitosa en caso de que la ECC atraviese dificultades financieras y, por lo tanto, a reducir la probabilidad de resolución.

Los objetivos de la resolución de la ECC se pueden lograr manteniendo o restaurando la continuidad de las funciones críticas de la ECC, o ii) asegurando el desempeño continuo de esas funciones por parte de otra entidad (ya sea una ECC viable o una entidad puente establecida por la autoridad de resolución), junto con la liquidación ordenada de las actividades o partes no esenciales de la ECC.

La resolución de la ECC deberá buscar: i) mantener la confianza del mercado y del público al mismo tiempo que se minimiza el riesgo de contagio a los miembros de la ECC o al sistema financiero en general, incluidas otras infraestructuras de mercado; ii) evitar cualquier interrupción en el funcionamiento de los vínculos entre la ECC en resolución y otras infraestructuras de mercado cuando dichas interrupciones pudieran tener un efecto negativo significativo en la estabilidad financiera o en el funcionamiento de los mercados, y iii) mantener el acceso continuo de los participantes a los valores o garantías en efectivo aportados a la ECC.

Para ello, las autoridades de resolución han de disponer de todas las competencias necesarias para llevar a cabo la resolución ordenada de una ECC, en particular, para: i) hacer cumplir cualquier obligación contractual pendiente en virtud de las normas de funcionamiento y demás disposiciones contractuales de la ECC; ii) seguir gestionando la ECC; iii) devolver a la ECC a una situación de cartera casada¹⁹; iv) hacer frente a las pérdidas pendientes, ya sea por incumplimiento de sus miembros o por otras causas; v) reponer los recursos financieros dentro de un plazo apropiado hasta un nivel suficiente para mantener el cumplimiento de los requisitos legales para que la ECC pueda continuar operando; vi) amortizar (total o parcialmente) los fondos propios de la ECC y, en su caso, los pasivos no garantizados y, si procede, convertir los pasivos no garantizados en capital u otros instrumentos de propiedad de la ECC o de una entidad sucesora; vii) transferir funciones esenciales a otra ECC viable o a una ECC puente, y viii) liquidar activos y operaciones que formen parte de funciones que no se consideren críticas.

19 Se entiende por *cartera casada* (*matched book*) la situación en la que la posición abierta de la ECC es cero, es decir, en la que las posiciones largas se igualan a posiciones cortas iguales y opuestas.

La entrada en resolución se produciría cuando una ECC deja de ser viable, o es probable que vaya a dejar de serlo, en los siguientes casos: i) porque sea o probablemente vaya a ser incapaz de desempeñar una función esencial, ii) porque sea o probablemente vaya a ser incapaz de hacer frente al pago de sus deudas o demás pasivos a su vencimiento y iii) porque sea o probablemente vaya a ser incapaz de restablecer su viabilidad mediante la aplicación de sus medidas de recuperación y no tiene una perspectiva razonable de volver a ser viable dentro de un plazo de tiempo razonable a través de otras acciones que la ECC podría tomar sin comprometer la estabilidad financiera.

4 Revisión de las herramientas disponibles

Como se ha señalado, en caso de que la ECC cumpla las condiciones de resolución, su autoridad de resolución debe disponer de un conjunto de instrumentos y competencias de resolución que le permitan hacer frente a situaciones derivadas de casos de incumplimiento de sus miembros, de no incumplimiento, o de una combinación de ambos, con el objetivo principal de garantizar la continuidad de las funciones esenciales, evitar efectos negativos para la estabilidad financiera y proteger los fondos públicos.

Con este fin, el Reglamento europeo de R&R de ECC define un conjunto de instrumentos y competencias que, a modo de caja de herramientas (*toolbox*), están a disposición de la autoridad de resolución y que otorgan a dicha autoridad la flexibilidad necesaria para la aplicación de las herramientas y recursos que considere más adecuados en función de cuáles sean las circunstancias concretas en las que se produzca la inviabilidad o posible inviabilidad de la cámara, así como las características corporativas, organizativas y de negocio de la ECC²⁰.

A nivel europeo se han regulado cuatro tipos de instrumentos que la autoridad de resolución puede aplicar, bien individualmente o bien de la forma combinada²¹ que considere más adecuada y eficaz para la ECC atendiendo al escenario de resolución de que se trate:

- Instrumentos de asignación de pérdidas.
- Instrumentos de asignación de posiciones.
- Instrumentos de absorción de pérdidas por la ECC.
- Instrumentos de transferencia de activos.

20 Este enfoque abierto es coherente con la propuesta del FSB en sus Atributos clave de los regímenes de resolución efectivos para instituciones financieras (FSB, 2014) así como en su Orientación sobre resolución de entidades de contrapartida central y planificación de la resolución (FSB, 2017), que establecen que las autoridades de resolución tengan los poderes y las herramientas necesarios para lograr objetivos específicos como parte de una resolución ordenada, sujeto a determinadas salvaguardas.

21 Véase el apartado 3.2.3 y el cuadro 1 de Gómez-Yubero y Gullón (2020).

La norma contempla, además, como último recurso, dos herramientas de estabilización financiera que el Estado²² podría aplicar en situaciones excepcionales de crisis sistémica, como último recurso, una vez evaluados y aprovechados al máximo todos los instrumentos de resolución, manteniendo la estabilidad financiera, siempre que haya obtenido la correspondiente aprobación con arreglo al marco de ayudas de Estado de la Unión Europea y se haya previsto un plan adecuado de recuperación de los fondos públicos utilizados. Para evitar cualquier tipo de riesgo moral²³, el plan de resolución de la cámara no puede contemplar en modo alguno el recurso a fondos públicos.

Las fuentes de pérdidas y riesgos en las ECC pueden provenir de dos áreas, las pérdidas por incumplimiento de sus miembros compensadores y las pérdidas por motivos diferentes del incumplimiento de miembros, como situaciones de fraude o riesgos legales, de inversión u operacionales. Entre estos últimos, el riesgo cibernético aparece como uno de los problemas más inminentes que potencialmente podrían causar consecuencias perjudiciales prolongadas, en especial con la creciente dependencia de la nube²⁴.

En el caso de pérdidas por el incumplimiento de miembros, la autoridad de resolución debe volver a casar la cartera de la ECC por medio de instrumentos de asignación de posiciones y a asignar las pérdidas pendientes mediante el uso de instrumentos de absorción de pérdidas. En situación de pérdidas no debidas a incumplimientos, estas han de ser asumidas por los instrumentos de capital en manos de los accionistas. Si estos instrumentos no fueran suficientes, las autoridades de resolución pueden amortizar la deuda y los pasivos no garantizados, de acuerdo con su prelación según la normativa nacional de insolvencia aplicable, y aplicar instrumentos de asignación de pérdidas en la medida necesaria y sin poner en peligro la estabilidad financiera general.

En los siguientes epígrafes se analizan uno a uno estos instrumentos, utilizando para ello varios parámetros definitorios de su eficacia a la hora de lograr los objetivos de resolución que se definan en cada situación concreta, de las limitaciones para su uso tanto legales como operativas, los costes inherentes a su aplicación y el impacto en el sistema de incentivos para que los participantes del mercado utilicen

22 En tal caso, la aplicación de instrumentos públicos de estabilización se llevará a cabo bajo la dirección del ministerio competente designado a tal fin, o del propio Gobierno, en estrecha cooperación con la autoridad de resolución o bajo la dirección de esta. Para garantizar la efectividad de dichos instrumentos, el ministerio competente o el Gobierno tendrán las competencias de resolución que corresponderían a la autoridad de resolución.

23 Entendiendo por *riesgo moral* el derivado de una situación en la que un agente del mercado tiene la oportunidad de aprovechar una situación o trato financiero, sabiendo que todos los riesgos y consecuencias recaerán sobre otra parte.

24 Las amenazas cibernéticas han crecido en frecuencia y sofisticación en un contexto de transformación digital y de una mayor dependencia de proveedores de servicios externos. Las tensiones geopolíticas y la creciente interconexión del sistema financiero también son factores que aumentan la probabilidad de incidentes cibernéticos en entidades financieras. Esta vulnerabilidad es reconocida por el FSB, que trabaja para mejorar la resiliencia del sistema financiero. También CPMI e IOSCO vienen prestando especial atención a estas amenazas (véase CPMI-IOSCO, 2022d). El análisis conjunto de estos organismos (FSB, CPMI e IOSCO, 2022) muestra que solo el escenario de riesgo cibernético conduce a la resolución de la mayoría de las ECC tratada en el análisis.

la compensación centralizada y los miembros tomen parte en la fase de recuperación. Finalmente se analiza el impacto en la estabilidad financiera.

4.1 Instrumentos de asignación de posiciones

La asignación forzosa de posiciones y la rescisión total o parcial de contratos son herramientas que pueden utilizarse para retornar a una situación de cartera casada de la ECC y frenar nuevas pérdidas. Para asegurar que sean eficaces y alcancen su objetivo, estos instrumentos deben poder aplicarse a la mayor variedad posible de contratos que creen una cartera no casada para la ECC inviable, tanto los contratos de los miembros compensadores en situación de incumplimiento como los de la categoría de activos o del servicio de compensación afectados de la ECC.

Estos instrumentos son adecuados para su aplicación en escenarios de pérdida por incumplimiento, tanto cuando el objetivo sea mantener los servicios de compensación esenciales dentro de la ECC objeto de resolución como en conjunción con la transferencia de los servicios esenciales a una ECC puente o un tercero, y el posterior cese de actividades y la liquidación de la ECC.

El riesgo operativo relacionado con el uso de estos instrumentos es bajo por cuanto que estarían fácilmente disponibles en resolución y la autoridad de resolución tendría capacidad para medir, mediante la valoración de las posiciones, la cantidad disponible. Con el fin de garantizar la capacidad de la autoridad de resolución para aplicar estos instrumentos a los contratos con entidades establecidas en terceros países, el reconocimiento de tal posibilidad debe incluirse en las normas de funcionamiento de la ECC.

Sin embargo, estas herramientas tienen una elevada probabilidad de causar consecuencias sistémicas relacionadas con los efectos en cadena (*knock-on effects*) para los miembros de la cámara y, en última instancia, de sus clientes, afectados por la rescisión o por la asignación forzosa de posiciones al repercutir en posibles coberturas y otras transacciones encadenadas, lo que expondría a dichos participantes al riesgo de mercado en un momento crítico.

Este efecto podría darse en caso de que se asignasen a un participante posiciones en productos o duraciones en los que no negocia regularmente y que, por lo tanto, aún no están dentro de su estructura de gestión de riesgos. En una rescisión parcial podría, por ejemplo, producirse la eliminación de una de las patas de la estrategia de cobertura de un participante, lo que podría conllevar la ineficacia de la cobertura.

De ese modo, las posiciones resultantes podrían, al menos hasta que pudieran liquidarse en el mercado, exceder el nivel de tolerancia al riesgo y su capacidad para administrar eficazmente el riesgo de sus posiciones. Además, en la asignación forzosa, las exposiciones al riesgo se concentrarían en un subconjunto de participantes compensadores, lo que podría tener impactos negativos en caso de nuevos incumplimientos.

Tanto en el caso de la asignación forzosa como de las rescisiones parciales, los participantes afectados podrían terminar con carteras más direccionales y, por lo tanto,

con mayores exigencias de márgenes. Aun cuando el uso de dichas herramientas no causara problemas de solvencia para los miembros compensadores, sí podría ejercer una presión significativa sobre la gestión de liquidez de los miembros compensadores en un momento muy difícil.

Si bien en caso de rescisión parcial y de asignaciones forzadas el impacto depende de la magnitud de los contratos afectados, una rescisión de contratos completa puede conllevar efectos colaterales altamente disruptivos a nivel sistémico y en todo el mercado, en función de la importancia sistémica de la ECC en resolución.

La rescisión de todos los contratos, ya sea en una línea de negocio de la ECC o de todas, tendría efectos muy relevantes para la estabilidad financiera, especialmente si la ECC invariable es sistémica. Por ello, esta rescisión debe evitarse en la medida de lo posible y solo debería aplicarse si el servicio de compensación en cuestión o la ECC no es crítico y la rescisión total, en opinión de las autoridades pertinentes, no tendría consecuencias sistémicas para el mercado financiero en general; o en caso de que ninguna otra opción tuviera probabilidades de dar lugar a un mejor resultado para la estabilidad financiera²⁵.

4.2 Instrumentos de asignación de pérdidas

Los requerimientos de efectivo (*cash calls*) a los miembros compensadores no incumplidores, los recortes de ganancias por variación de márgenes (*variation margin gain haircutting*, VMGH) e, incluso, los recortes de márgenes iniciales²⁶ son instrumentos que pueden utilizarse para obtener recursos adicionales para: i) absorber pérdidas no cubiertas, ii) contribuir a recapitalizar la ECC, iii) proveer a la cámara de la liquidez necesaria para restaurar su capacidad de cumplir con sus obligaciones de pago en resolución y iv) reconstituir sus recursos prefinanciados, de manera que le permita continuar con sus actividades esenciales.

4.2.1 Requerimientos de efectivo (*cash calls*)

Los requerimientos de efectivo en resolución han de estar contemplados en las normas de funcionamiento y demás disposiciones contractuales de la cámara, lo que permite a la autoridad de resolución efectuar una o varias solicitudes de efectivo a los miembros compensadores por un importe predeterminado de fondos una vez que la ECC sea objeto de resolución. Su cuantía suele establecerse en función de las aportaciones de los miembros a los fondos de incumplimiento y, con el fin de que los miembros conozcan de antemano los compromisos que pueden llegar a asumir con estas aportaciones, suelen estar limitados, como en el reglamento europeo de R&R de ECC, a una cuantía equivalente al doble de su contribución al fondo de garantía frente a incumplimientos.

25 FSB (2017).

26 Los recortes de márgenes iniciales no están permitidos en la regulación europea, por lo que en este análisis se contemplan solo a nivel teórico con el fin de obtener una comparación más completa de los riesgos inherentes a las herramientas de asignación de pérdidas.

En ambos casos, su aplicación en resolución es independiente y se suma al derecho contractual de una ECC a utilizar requerimientos de efectivo y recortes de ganancias en la fase de recuperación, si así está previsto en sus normas de funcionamiento y en su plan de recuperación.

Estos instrumentos son adecuados para cubrir tanto pérdidas por el incumplimiento de miembros como pérdidas de otra índole, así como para restaurar la capacidad de la ECC de cumplir con su obligación de pago, reponer los recursos prefinanciados y recapitalizarse. El habitual límite en su importe, si bien proporciona certeza a los miembros, también condiciona su aplicación por cuanto que en determinadas situaciones puede resultar insuficiente para cubrir las pérdidas.

Las solicitudes de efectivo presentan un riesgo operativo relativamente bajo en cuanto a su aplicabilidad porque la cantidad máxima de efectivo por lo general se define de antemano y, por tanto, es predecible.

Además, para garantizar su exigibilidad, han de estar contempladas en el reglamento de la cámara, lo que permite a la autoridad de resolución su aplicación a los contratos con entidades establecidas en terceros países.

El recurso a este instrumento no afectaría a los modelos de negocio de las ECC ni a los incentivos de los miembros compensadores para apoyar la recuperación y el proceso de gestión de incumplimientos.

Si bien la cantidad máxima de requerimientos de efectivo se conoce de antemano, su aplicación tiene impacto en la situación de liquidez de los miembros compensadores y podría generar efectos en cadena, particularmente en un entorno ya estresado. Este impacto dependerá del importe del requerimiento, de su tamaño en relación con el balance del miembro compensador, de los efectos acumulativos de otras medidas de gestión y recuperación ya adoptadas por la cámara, y de las condiciones del mercado en general. En un escenario con condiciones de mercado especialmente tensas, el uso de solicitudes de efectivo puede tener un impacto más amplio, por lo que resulta imprescindible considerar cómo afecta a la gestión por parte de los miembros de su colchón de capital y liquidez.

4.2.2 Recortes de ganancias

El recorte de ganancias por variación de márgenes es una facultad por la que la autoridad de resolución puede reducir total o parcialmente el importe de las obligaciones de pago de la ECC a los miembros compensadores no incumplidores cuando dichas obligaciones se deriven de ganancias adeudadas de conformidad con los procedimientos que aplique la ECC para pagar márgenes de variación o de pagos que tengan el mismo efecto económico, de modo que la reducción neta que pueda llegar a realizarse para cada miembro ha de ser proporcional al importe adeudado por la ECC. Como en el caso de los *cash calls*, las normas de funcionamiento de la cámara han de incluir esta facultad de la autoridad de resolución para retrasar, reducir o cancelar los pagos derivados de variaciones en los márgenes.

El riesgo operativo a la hora de aplicar estos recortes es insignificante, ya que la cámara controla su ejecución y los miembros compensadores no tiene posibilidad de

eludir un recorte, al retener la cámara el efectivo recibido en cumplimiento de las peticiones de variaciones de márgenes.

Este instrumento es aplicable para la absorción de pérdidas, especialmente en escenarios de incumplimiento, y como vía de provisión de liquidez.

El recorte de ganancias asigna costes a los miembros que experimentan ganancias a precio de mercado en sus posiciones, lo que, *a priori*, evita asignar costes a los participantes con pérdidas. Sin embargo, la asignación podría ocurrir en un momento en el que los miembros pueden estar bajo presión, ya sea por el estrés de la crisis o simplemente porque hayan contribuido previamente, en la fase de recuperación, con fondos a través de requerimientos de efectivo y recortes de ganancias.

Por ello, la posición positiva de un participante en la ECC no tiene por qué ser un indicador adecuado de su capacidad relativa para absorber una pérdida. Al evaluar la relevancia de los posibles efectos en cadena, es importante tener en cuenta, entre otras cosas, el importe de las pérdidas asignadas y cómo pueden impactar en la situación de solvencia y liquidez de los miembros compensadores y, cuando corresponda, de los clientes, los posibles recortes adicionales en resolución. La confianza del mercado podría verse especialmente dañada si se utiliza el recorte de ganancias durante varios días.

Otro inconveniente de este recurso es que resulta difícil de estimar *a priori* la cantidad que estaría disponible en la resolución, por lo que normalmente la autoridad de resolución no podrá identificar con precisión el importe disponible para la planificación de esta.

Si bien el recorte de ganancias no afectaría a los modelos de negocio de las ECC, el posible uso de este instrumento podría incentivar a los participantes compensadores a reducir la exposición a la ECC cerrando sus posiciones.

4.2.3 Recortes de garantías

El potencial uso de recortes de márgenes iniciales presenta el mayor riesgo de impacto negativo en el mercado y de socavar la confianza en la ECC con posibles efectos en cadena, ya que muchos clientes no estarían dispuestos —y otros serían legalmente incapaces de hacerlo (por lo general debido a las exigencias de la normativa bancaria de solvencia)— a continuar operando en una ECC en la que fuera posible el recorte de garantías. En general, este recurso no está permitido por la legislación de varias jurisdicciones, como en el caso de la Unión Europea, por el potencial impacto negativo en la estabilidad financiera, en la confianza y en los incentivos para la compensación centralizada.

En general, las garantías aportadas por los miembros no incumplidores están protegidas frente a situaciones de concurso de las ECC. La legislación española contempla, en el artículo 110.7 de la Ley del Mercado de Valores (cuyo texto refundido fue aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre) un derecho absoluto de separación de estas garantías a favor de sus legítimos titulares (miembros o clientes) en caso de que la ECC fuera liquidada en el marco de un proceso concursal.

La ECC también goza de un derecho absoluto de separación respecto de las garantías constituidas por miembros o por clientes de estos que pudieran verse sometidos a un procedimiento concursal (artículo 110.4 de la Ley del Mercado de Valores). Igualmente gozan de esta protección a favor de miembros de la ECC los márgenes de clientes que se encontraran en concurso (artículo 110.5 de la Ley del Mercado de Valores).

Al igual que en el recorte de ganancias, el riesgo operativo a la hora de aplicar este instrumento sería insignificante porque es un recurso prefinanciado. Sin embargo, requeriría que los participantes reemplazaran inmediatamente las garantías recortadas o que liquidaran sus posiciones, lo que podría exacerbar el estrés del mercado y aumentar los efectos en cadena.

4.3 Instrumentos de absorción de pérdidas por la ECC

De acuerdo con los principios generales de la resolución²⁷, los accionistas de la ECC objeto de resolución han de asumir las primeras pérdidas tras el cumplimiento de todas las obligaciones y disposiciones previstas en el plan de recuperación, salvo que la autoridad de resolución estime más adecuado no agotar dichas disposiciones.

4.3.1 Amortización y conversión de instrumentos de capital y de deuda

La autoridad de resolución puede aplicar el instrumento de amortización y conversión de los instrumentos de propiedad y de los instrumentos de deuda u otros pasivos no garantizados emitidos por la ECC objeto de resolución con el fin de absorber pérdidas, de recapitalizar la ECC o una ECC puente, o de facilitar la instrumentación de una estrategia de transferencia como la venta del negocio.

La autoridad de resolución debe aplicar el instrumento de amortización y conversión de acuerdo con la prelación de créditos aplicable según los procedimientos de insolvencia ordinarios, de tal modo que han de ser los accionistas de la ECC quienes asuman las primeras pérdidas y tras ellos lo harán los acreedores de la ECC objeto de resolución, de acuerdo con el orden de prelación de sus créditos en virtud de los procedimientos de insolvencia ordinarios, garantizando que los acreedores de la ECC de la misma categoría sean tratados de una forma justa y equitativa.

Ello implica que los accionistas deben ser amortizados antes del uso de herramientas de asignación de pérdidas a miembros no incumplidores o junto con dicho uso, salvo que una secuencia diferente minimice desviaciones del principio de evitación de perjuicios a los acreedores superiores a los que hubieran sufrido en un proceso de liquidación ordinaria (véase recuadro 1) y logre mejor los objetivos de resolución.

En todo caso, han de quedar excluidos de la amortización los pasivos contraídos con los empleados y con los acreedores comerciales por el suministro a la ECC de bienes o servicios que son esenciales para el desarrollo cotidiano de sus actividades, los

27 Atributo 5.1 de FSB (2014) y artículo 23.1.a) del Reglamento europeo de R&R de ECC.

pasivos contraídos con la Administración tributaria o la seguridad social, y los pasivos adeudados a sistemas de compensación y liquidación o a otras ECC, así como los márgenes iniciales aportados por los miembros.

El instrumento de amortización de capital y de amortización y conversión de pasivos no excluidos facilita a la autoridad de resolución una fuente fácilmente disponible de fondos para absorber pérdidas y recapitalizar la ECC, por lo que el riesgo operativo de implementación es relativamente insignificante. No obstante, está limitado respecto a la absorción de pérdidas por la cantidad de pasivos disponibles para amortización.

El impacto en el mercado y la confianza del público en la ECC dependerá de la percepción pública de la medida en que la pérdida refleja un defecto significativo en el diseño de la ECC y en sus controles internos.

Principio de evitación de perjuicios superiores a los acreedores

RECUADRO 1

Todas las herramientas de resolución están sujetas a la salvaguardia de la evitación de perjuicios superiores a los acreedores (conocida como NCWO), que trata de evitar que los accionistas, los miembros compensadores y otros acreedores sufran pérdidas superiores a las que habrían sufrido si, en lugar de haber adoptado la autoridad de resolución una medida de resolución en relación con la ECC en el momento en que consideró que se cumplían las condiciones de resolución, la ECC se hubiera liquidado con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios, tras la plena ejecución de las obligaciones contractuales y demás disposiciones previstas en sus normas de funcionamiento.

A tal fin, es preciso comparar, a partir de una valoración justa de los activos y pasivos de la ECC, el trato recibido en la resolución por los accionistas, los miembros compensadores y otros acreedores con el que hubieran recibido si la autoridad de resolución no hubiera adoptado dicha medida y hubieran quedado sujetos a posibles obligaciones pendientes con arreglo al plan de recuperación de la ECC o a otras disposiciones de las normas de funcionamiento de la ECC, y esta hubiera sido liquidada con arreglo a los procedimientos de insolvencia ordinarios.

El recurso a requerimientos de efectivo en resolución (*cash calls* en resolución), que han de estar contemplados en el reglamento de la ECC, no está a disposición de la ECC ni de los administradores o liquidadores en el marco de los procedimientos de insolvencia. Por ello, no se puede considerar que tales requerimientos formen parte del trato que los accionistas, los miembros compensadores y otros acreedores habrían recibido si la autoridad de resolución no hubiera adoptado una medida de resolución.

De igual modo, el uso por parte de la autoridad de resolución de recortes de ganancias adeudadas a un miembro compensador no incumplidor por encima de los límites contractuales acordados para dicha reducción tampoco debe considerarse parte del trato que los accionistas, los miembros compensadores y otros acreedores habrían recibido si la autoridad de resolución no hubiera adoptado una medida de resolución.

Los accionistas, los miembros compensadores y otros acreedores que hubieran recibido, como pago o indemnización por sus derechos, menos de lo que les hubiera correspondido con sujeción a posibles obligaciones pendientes con arreglo a las normas de la ECC en materia de incumplimiento o a otros acuerdos contractuales de las normas de funcionamiento de la ECC, si esta hubiera sido liquidada con arreglo a procedimientos de insolvencia ordinarios, tendrán derecho a que se les abone la diferencia.

Los clientes tienen derecho al pago por diferencias de trato cuando exista una base contractual que los convierta en acreedores directos de la ECC, ya que la autoridad de resolución solo puede controlar la repercusión directa de sus medidas en dichos casos.

Todos los instrumentos mencionados hasta ahora podrían crear presiones de liquidez sobre los miembros compensadores. Esto, a su vez, podría afectar a la liquidez de las propias ECC, ya que estas dependen del funcionamiento de los mercados para su propia liquidez. A medida que se intensifica la gravedad del estrés, con múltiples ECC en recuperación o resolución, la pérdida exponencial de confianza entre los participantes del mercado podría dar lugar a una situación en la que las herramientas de recuperación y resolución pudieran no funcionar según lo previsto. El estrés en múltiples ECC al mismo tiempo, o de forma secuencial, es posiblemente el desafío más importante al que podrían enfrentarse las autoridades de resolución, los miembros compensadores y el mercado en general.

4.4 Instrumentos de transferencia de activos

Para lograr los objetivos de resolución puede resultar necesaria la transmisión de las funciones esenciales o las actividades viables de una ECC a una entidad saneada, como un comprador del sector privado o una ECC puente. En ambos casos, la parte residual de la ECC debe liquidarse en un periodo de tiempo razonable, teniendo en cuenta que la ECC inviable normalmente habrá de prestar el apoyo necesario al comprador o a la ECC puente para ejercer las actividades o prestar los servicios adquiridos en virtud de dicha transmisión.

4.4.1 Venta de negocio

Mediante la aplicación de este instrumento, la autoridad de resolución podría vender la ECC o partes de sus actividades a uno o varios compradores sin el consentimiento de los accionistas, dentro de un proceso abierto, transparente y no discriminatorio, intentando a la vez maximizar en lo posible el precio de venta.

Los fondos obtenidos con la venta de activos o pasivos de la ECC objeto de resolución, una vez deducidos los costes derivados de la inviabilidad de la ECC y del proceso de resolución, han de revertir en la entidad que queda en proceso de liquidación, mientras que los ingresos netos procedentes de la transmisión de instrumentos de propiedad de la ECC objeto de resolución han de revertir en los accionistas. En ambos casos, la contraprestación abonada por el comprador también debe beneficiar a los miembros compensadores no incumplidores que hayan sufrido pérdidas,

así como quedar sujeta a la completa recuperación de cualquier eventual financiación pública aportada en el marco de la resolución.

La aplicación de este instrumento presenta dificultades operativas relevantes por cuanto que es necesario conciliar la necesaria rapidez y confidencialidad del proceso con la búsqueda de compradores dispuestos y capacitados para asumir las responsabilidades de dicha adquisición.

A tal efecto, es probable que la información sobre la venta así como sobre el proceso de negociación con posibles compradores tenga relevancia sistémica y que, en el marco de la normativa de prevención de abuso de mercado, sea conveniente retrasar su divulgación durante el tiempo necesario para planificar y estructurar la resolución de la ECC si con ello la autoridad considera que se puede menoscabar la consecución de uno o varios de los objetivos de resolución, en particular por crear un peligro real para la estabilidad financiera.

En escenarios de crisis sistémica, la complejidad operativa de esta medida se podría ver agravada por las tensiones de liquidez y de solvencia a las que podrían estar sometidos los posibles compradores.

4.4.2 ECC puente

La autoridad de resolución también puede transmitir a una ECC puente los instrumentos de propiedad emitidos por la ECC en resolución o parte de sus actividades durante el tiempo necesario para mantener la continuidad de las funciones esenciales recibidas. Esta solución tiene encaje en situaciones en las que no sea posible la venta de negocio por falta de compradores privados, por lo podría ser una alternativa a la venta de negocio en escenarios especialmente estresados, si bien es habitual que requiera de ayuda pública en su financiación.

La ECC puente, al pertenecer total o parcialmente a una o varias autoridades o estar controlada por la autoridad de resolución, debe tener como principal objetivo garantizar la continuidad de los servicios financieros básicos para los miembros compensadores y para los clientes de la ECC objeto de resolución, y el mantenimiento de las actividades financieras esenciales. Las ECC puente deben ser gestionadas como empresas en funcionamiento viables y volver a ponerse en venta a uno o varios compradores del sector privado cuando las condiciones sean apropiadas, o ser liquidadas si dejan de ser viables.

La operacionalización de este instrumento puede llegar a ser extremadamente compleja desde un punto de vista legal y operativo, y costosa en términos de tiempo y de financiación, ya que la autoridad de resolución debe definir o aprobar sus normas de constitución, nombrar o aprobar a los miembros del consejo de administración y determinar sus responsabilidades y su remuneración, así como la estrategia y el perfil de riesgo de la ECC puente, que asumirá las autorizaciones de la ECC objeto de resolución para prestar los servicios o llevar a cabo las actividades derivadas de la transmisión de conformidad con el Reglamento (UE) 648/2012.

A los problemas relacionados con las dificultades administrativas y de gestión del vehículo puente se podrían añadir los problemas para identificar alternativas en caso de no encontrar compradores al final del proceso.

4.5 Instrumentos de estabilización gubernamental

El apoyo público a la resolución de una ECC puede instrumentarse como apoyo financiero para la recapitalización de una ECC a cambio de instrumentos de propiedad, poniendo a la ECC (o a una entidad sucesora como una ECC puente) bajo titularidad pública temporal o proporcionando asistencia extraordinaria de liquidez.

La posible aplicación de apoyo público varía en función del marco legal específico, así como del entorno social y político de cada jurisdicción. Siguiendo el actual régimen de resolución de ECC de la Unión Europea, las herramientas de estabilización gubernamental podrían usarse en situaciones muy extraordinarias, por ejemplo una crisis sistémica, como último recurso para preservar la estabilidad financiera y, una vez que las fuentes privadas de financiación se hayan agotado o no puedan alcanzar los objetivos de una resolución ordenada y bajo la premisa de que se deben aplicar medidas suficientes para recuperar los fondos públicos, como acreedor preferente, antes que los miembros no morosos y otros acreedores.

En caso de que las recuperaciones de la ECC no sean suficientes, habría que recurrir a aportaciones extraordinarias del sector privado para evitar consecuencias para los contribuyentes.

En las condiciones descritas, su cuantificación podría ser suficiente para cubrir pérdidas considerables en escenarios de incumplimiento y de no incumplimiento, por lo que esta herramienta puede ser un recurso muy eficaz para lograr los objetivos de resolución, especialmente en crisis sistémicas. La financiación pública temporal puede ser más eficiente en términos de costes que un fondo de resolución prefinanciado para un evento de cola con una probabilidad extremadamente baja.

Sin embargo, el recurso a este tipo de medidas puede tener implicaciones políticas y mediáticas relevantes. También puede presentar limitaciones importantes de tipo legal y operativo, pues podría estar sujeto al presupuesto estatal y a restricciones de endeudamiento. La disponibilidad de este instrumento puede no ser inmediata en la medida en que requiera aprobaciones y evaluaciones de diferentes órganos gubernamentales o parlamentarios.

El principal impacto que puede tener esta herramienta se refiere al riesgo moral que podría afectar al negocio de las ECC, al desincentivar a los miembros de participar en la gestión de riesgos sabiendo que existe un apoyo público implícito. La regulación de la Unión Europea contempla determinados condicionantes para su utilización a fin de mitigar este riesgo moral:

- La provisión de esta financiación pública temporal es necesaria para preservar la estabilidad financiera y lograr los objetivos de una resolución ordenada.
- Las fuentes privadas de financiación se han agotado o no pueden alcanzar estos objetivos.
- Existen medidas efectivas y creíbles para recuperar las pérdidas sufridas por el Estado a fin de minimizar el riesgo de pérdidas para los contribuyentes y de manera que se mantengan los incentivos para respaldar las medidas de recuperación de la ECC.

- Las medidas para la recuperación de fondos públicos temporales deben divulgarse públicamente y estar contempladas en la regulación para proporcionar claridad y transparencia, así como una base legal adecuada para su recaudación.
- La planificación de la resolución no debe contemplar el apoyo público ni basarse en él y no debe crear la expectativa de que dicho apoyo estará disponible.

5 Análisis de recursos adicionales o alternativos

La eficacia de un régimen de resolución para las ECC depende de la disponibilidad de recursos e instrumentos adecuados para absorber pérdidas a fin de mantener la continuidad de las funciones esenciales.

A nivel internacional, el FSB publicó por primera vez orientaciones sobre la resolución de las ECC en 2017²⁸ y, reconociendo que era necesario seguir trabajando en la adecuación de los recursos financieros en resolución, publicó orientaciones adicionales en 2020²⁹ y anunció en ese momento el compromiso de llevar a cabo más trabajos de manera conjunta con CPMI e IOSCO.

Así, a lo largo de 2020 y 2021, el FSB, CPMI e IOSCO celebraron talleres conjuntos sobre el posible impacto en la estabilidad financiera de la recuperación y resolución de ECC, y en marzo de 2022 publicaron conjuntamente un informe sobre los recursos financieros de las ECC para la recuperación y resolución³⁰. Este informe concluía que todas las ECC incluidas en la muestra habrían contado con suficientes recursos prefinanciados en la fase de recuperación para hacer frente a pérdidas no cubiertas en los escenarios especialmente estresados de incumplimiento de miembros analizados, y solo en uno de los escenarios estudiados de pérdida no proveniente del incumplimiento de miembros (ataque cibernético) hubiera sido necesario utilizar facultades de resolución en la mayoría de las ECC. No obstante, este análisis estaba condicionado por una serie de limitaciones e hipótesis que obligan a interpretar los resultados con cautela.

Por ello, tras este informe, el FSB decidió continuar revisando desde un punto de vista cualitativo la suficiencia del conjunto de herramientas existente para la resolución de ECC, centrándose en particular en la necesidad, los costes y los beneficios (incluida la efectividad y el impacto en los incentivos) de posibles recursos financieros alternativos y herramientas para la resolución de ECC. Este trabajo se encuentra actualmente en curso y está previsto que se someta a consulta un documento a primeros de 2023 y se celebre un encuentro con la industria para recabar su opinión y comentarios.

Y a pesar de que también la historia corrobora la escasa probabilidad de ocurrencia de este tipo de acontecimientos, es importante considerar escenarios de «qué

28 FSB (2017).

29 FSB (2020).

30 FSB, CPMI e IOSCO (2022).

pasaría si algo sale mal» y estar preparados para eventuales fallos que, aunque poco probables, podrían tener un impacto muy alto. Los eventos geopolíticos recientes e imprevistos demuestran que los impactos podrían ser incluso más extremos que los eventos históricos pasados.

Por ello es necesario garantizar que se disponga de recursos e instrumentos adecuados para gestionar la posible inviabilidad de una ECC, manteniendo la continuidad de las funciones esenciales en caso de que sea necesaria la resolución. La falta de recursos o herramientas adecuados probablemente impediría a la autoridad de resolución alcanzar los objetivos de resolución y podría dar lugar a una mayor inestabilidad financiera.

Teniendo en cuenta que las herramientas a disposición de una ECC para hacer frente a una recuperación son coincidentes en gran medida con las que se podrían utilizar en fase de resolución³¹, podría ocurrir que una vez agotada la fase de recuperación, estas herramientas ya no estén disponibles para la autoridad de resolución.

A menos que se hayan reservado recursos e instrumentos para la resolución, o que la autoridad de resolución pueda entrar en fase anticipada cuando se disponga de recursos y herramientas de recuperación adecuados para la resolución, puede ocurrir que no haya suficientes recursos e instrumentos disponibles en la ECC para apoyar una resolución ordenada sin un impacto adverso en la estabilidad financiera.

Incluso en la situación en la que algunos recursos e instrumentos de los que disponga la ECC para la recuperación sigan estando a disposición de la autoridad de resolución, como la reducción de márgenes de variación o recortes de ganancias y los requerimientos de efectivo, estos podrían tener efectos en cadena y un impacto potencialmente adverso en la estabilidad financiera, sobre todo en escenarios de crisis sistémicas y elevado estrés. En consecuencia, aunque la ECC o la autoridad de resolución dispongan de ellos, el uso de estos recursos en fases posteriores podría llegar a ser desestabilizador e inadecuado en determinados escenarios.

En el marco del trabajo en curso del FSB se han identificado cinco posibles recursos financieros alternativos e instrumentos reservados para la resolución de ECC que se tratan en los siguientes epígrafes, así como otros que también podrían tenerse en cuenta.

31 Según la orientación sobre planificación de la recuperación de infraestructuras de mercado publicada por CPMI e IOSCO en 2014, actualizada en 2017 (CPMI-IOSCO, 2017), las ECC deben contar con: i) herramientas para asignar las pérdidas no cubiertas causadas por el incumplimiento de los participantes (como requerimientos de efectivo, recortes de ganancias y el uso del margen inicial); ii) herramientas para abordar los déficits de liquidez descubiertos (como la obtención de liquidez de terceros o de los propios miembros); iii) herramientas para reponer los recursos financieros utilizados en recuperación (como requerimientos de efectivo o recapitalizaciones); iv) herramientas para restablecer un libro cerrado después del incumplimiento de un miembro (como la asignación forzosa de contratos o la terminación total o parcial de contratos), y v) herramientas para asignar pérdidas no causadas por incumplimiento de los participantes (como el capital de la cámara [*skin in the game*] y su recapitalización, pólizas de seguro o indemnización).

5.1 Emisión de deuda de recapitalización interna (*bailinable*)

Se trata de deuda subordinada, con un rango inferior a otros pasivos emitidos por una ECC, que podría aplicarse a la absorción de pérdidas en resolución, tanto procedentes de incumplimientos de los miembros como no relacionadas con ellos, y a la recapitalización de la ECC. Las ECC emitirían este tipo de deuda de recapitalización interna en periodos de normalidad (*business as usual*) para su uso exclusivo en resolución, lo que permitiría a la autoridad de resolución convertir dichos pasivos en capital u otros instrumentos de propiedad en la ECC o en una entidad sucesora.

Para hacer frente a las necesidades de liquidez en resolución, podría exigirse adicionalmente a las ECC que mantengan el producto de estas emisiones en inversiones de alta liquidez.

Con el fin de evitar concentrar el riesgo e imprimir mayor presión sobre los miembros compensadores, se podrían aplicar restricciones a los tenedores de estos productos para reducir el riesgo de contagio y los posibles efectos adversos sobre la estabilidad financiera. Ampliando el universo de posibles inversores se reduciría la prociclicidad durante periodos de tensión.

Los bonos de recapitalización interna reservados para la resolución presentan como principales ventajas que proporcionan recursos prefinanciados y, por tanto, un alto grado de previsibilidad. Su utilización puede efectuarse de manera oportuna y con relativamente poco riesgo jurídico y operativo, lo que facilita su uso en situaciones de crisis, tanto idiosincrásicas como sistémicas. El carácter de esta deuda, subordinada a cualquier otro crédito excepto el capital, no debería alterar el principio NCWO. Al tiempo, podría mejorar la confianza del mercado en la capacidad de la autoridad de resolución para ejecutar la resolución por la mayor seguridad que representa el refuerzo de la resolubilidad de las ECC.

El principal inconveniente está relacionado con el apalancamiento de la ECC a través de la emisión de esta deuda, lo que conlleva un riesgo adicional que debe ser adecuadamente gestionado por la ECC. El coste de emitir bonos de recapitalización interna en cantidades suficientes para ser factibles para la resolución puede ser demasiado grande para ser asumido por el negocio de las ECC. La magnitud del coste variaría en función del importe de los bonos de recapitalización interna emitidos, del coste de capital sin riesgo y de la estimación del mercado de la probabilidad de que la ECC pueda entrar en resolución. En todo caso, su repercusión en el aumento de las comisiones puede reducir los incentivos para compensar centralizadamente los productos para los que la compensación es voluntaria, en especial si se dedican a cubrir pérdidas por el incumplimiento de miembros.

También pueden ir en detrimento de la disposición de los miembros compensadores a participar en medidas voluntarias de recuperación, ya que existe un nivel externo de protección contra el riesgo de cola, pero no afectaría en igual medida a la disposición del miembro compensador a participar en medidas de recuperación acordadas contractualmente.

Finalmente, su efecto sobre la estabilidad financiera podría depender de la posible implementación de medidas de restrictivas a la tenencia por parte de los miembros compensadores para su protección en momentos de tensión.

5.2 Fondo de resolución

Se trata de un fondo similar al existente en la Unión Europea para el sector bancario, que podría utilizarse y actuar como respaldo en caso de que los recursos disponibles no fueran suficientes o no estuvieran disponibles a tiempo. Por lo tanto, en teoría, podría aplicarse para absorber pérdidas, recapitalizar la entidad y proporcionar liquidez. También cabría utilizarlo para compensar a los acreedores por haber soportado mayores pérdidas durante la resolución que durante la liquidación (NCWO).

La estructura y el diseño de gobernanza de un fondo supranacional implicaría la participación de todas las autoridades de resolución, que podrían recurrir a sus recursos. Su gestión estaría encomendada a una entidad del sector público con un régimen de gobernanza similar al de los fondos de garantía de depósitos prefinanciados o los fondos de resolución bancaria.

En su financiación participarían tanto las ECC cubiertas como sus miembros compensadores, que contribuirían con financiación en situación de normalidad. También podría considerarse la participación de otras entidades financieras interesadas y beneficiarias del buen funcionamiento de los mercados y la estabilidad financiera.

5.3 Contratación de un seguro específico para resolución

El objeto de la póliza de seguro de resolución sería la cobertura de pérdidas y otros costes de resolución no cubiertos por otros recursos financieros de los que dispone la autoridad de resolución. El uso de seguros no parece la herramienta más adecuada para obtener liquidez, ya que su disponibilidad no es inmediata. En fase de resolución, el seguro podría usarse tanto para escenarios de pérdidas por el incumplimiento de miembros como para cubrir pérdidas no relacionadas con incumplimientos. Obviamente, cuanto mayor sea el tamaño de la cobertura, mayor será la prima que pagaría la ECC y, por tanto, mayor será el impacto en el negocio y en la posible repercusión en las comisiones e incentivos a compensar de manera centralizada.

En la actualidad, la mayoría de las ECC cuentan con seguros para cubrir pérdidas no procedentes de incumplimientos de miembros. No obstante, puede resultar difícil encontrar entidades aseguradoras dispuestas a cubrir los riesgos en escenarios de resolución, al menos con un coste asumible para el negocio de las ECC.

Para evitar la concentración de riesgos en el sector financiero más interconectado con las ECC, las aseguradoras potenciales pueden ser compañías financieras que no sean participantes significativos de la ECC. El reverso de esta medida sería el posible contagio, sobre todo en escenarios de estrés elevado, a sectores no afectados inicialmente por la crisis que hubiera originado la medida de resolución.

5.4 Apoyo financiero de terceros en resolución

Este apoyo sería proporcionado contractualmente por un tercero (un banco o una compañía de seguros), que en algunos casos podría ser la matriz u otra entidad del grupo de la ECC, a disposición de la autoridad de resolución. Estos recursos financieros se especificarían en la documentación contractual y podrían estructurarse de

diversas formas (apoyo financiero intragrupo, cartas de crédito, fianzas de cumplimiento o garantías de pago anticipado).

Como en el caso del seguro, obtener apoyo financiero de terceros para ser provisto en escenarios de pérdidas, especialmente en escenarios que afecten a todo el sistema, puede no ser realista no solo por el coste que podría llegar a suponer, sino también por la posible reputación negativa sobre la solidez financiera de la ECC y la previsible exigencia de planes de viabilidad por parte de terceros.

Por ello, el apoyo intragrupo puede ser la opción más viable, ya que muchas ECC están estructuradas como una filial de un grupo más amplio y la ECC no suele ser la entidad más capitalizada, mientras que la matriz puede tener recursos adicionales.

La matriz tendría un incentivo importante para apoyar a su ECC con el fin de evitar el riesgo reputacional que podría generar el fracaso de la ECC. Sin embargo, también existen desafíos prácticos para que esta sea una opción viable. Si el apoyo de la matriz es en forma de garantía o indemnización, su exigibilidad no es clara y menos aún si la empresa matriz no es una entidad regulada por las autoridades financieras.

Sin embargo, su materialización puede suponer una vía de contagio a entidades del grupo que, en muchos casos, también desarrollan funciones fundamentales como la gestión de mercados regulados o depositarios centrales de valores.

Tanto los seguros como el apoyo financiero de terceros pueden ser eficaces para cubrir pérdidas, especialmente las no relacionadas con el incumplimiento de miembros, para recapitalizar la ECC y, en el caso de apoyo de terceros, para proporcionar liquidez. No obstante, presentan limitaciones temporales, ya que podrían no tener la disponibilidad inmediata necesaria, así como de seguridad jurídica y operacional relacionadas con la interpretación de las condiciones del contrato.

Estas herramientas ofrecen la ventaja de que no imprimirían mayor presión en los miembros compensadores de la ECC pero, a pesar de ello, podrían conllevar efectos procíclicos relacionados con la posible necesidad de liquidar activos por parte de las aseguradoras o los proveedores de apoyo financiero en momentos de tensión. También pueden suponer un canal de contagio a sectores inicialmente no afectados por la crisis, al tensionar la solvencia de las aseguradoras y los proveedores externos de apoyo contractual, en caso de que deban efectuar pagos significativos.

El recurso a los seguros y al apoyo financiero de terceros podría aumentar los costes de la compensación centralizada y reducir la rentabilidad de las ECC, si bien el impacto en su modelo de negocio dependería de cómo evalúen los mercados tanto los riesgos cubiertos como los riesgos de resolución de ECC.

5.5 Otros posibles instrumentos reservados para resolución

Los instrumentos analizados en este epígrafe no son los únicos que podrían llegar a considerarse. También se podría valorar, por ejemplo, la aplicación de un esquema de *banco malo*. Su principal ventaja sería su capacidad para volver a un libro casado sin ejercer una presión adicional en los miembros compensadores, porque la posición morosa se transferiría al banco malo. Sin embargo, pueden aparecer

problemas como la dificultad para habilitar su financiación, ya que es muy posible que requiriese apoyo público, y para estimar el precio de transferencia; el impacto adverso en los incentivos de los miembros compensadores para cooperar en el proceso de gestión de incumplimientos; la necesaria rapidez para crear dicha entidad; la recuperación de las pérdidas, y el requisito de dotar garantías antes de la liquidación de las posiciones.

Cabe mencionar también la cooperación con el banco central como prestamista de último recurso, ya que proporcionar liquidez a la ECC en una crisis puede ser fundamental. En la Unión Europea solo tienen acceso a los bancos centrales las ECC con licencia bancaria. Aun cuando el riesgo de liquidez debería ser abordado sin depender del apoyo de liquidez del banco central, ya que en última instancia es el propio banco central quien decide si interviene, cuándo y en qué condiciones, un acceso más estandarizado a las facilidades del banco central ayudaría a limitar determinados riesgos.

6 Conclusiones

El cambio a la compensación centralizada, impulsado a partir de 2009 para mejorar la transparencia y mitigar el riesgo sistémico, ha intensificado la importancia sistémica de las ECC, así como la interconexión entre las ECC y los bancos a través de servicios de compensación entre otros (líneas de liquidez, servicios de liquidación, custodia e inversión). Este cambio ha promovido la mejora de su resiliencia, de su capacidad de recuperación y de su resolubilidad, subrayando la necesidad de comprender y considerar más a fondo sus repercusiones en la estabilidad financiera.

Existen diferencias esenciales entre los bancos y las ECC en cuanto a sus funciones, estructuras, recursos y perfil de riesgo. Los principales recursos de las ECC proceden de sus participantes (bancos en general), a través de la mutualización de pérdidas, más que de sus propios recursos.

Las ECC también pueden llegar a ser muy diferentes unas de otras, bien por su tamaño, modelo de negocio, mercados atendidos o productos compensados, o bien por su estructura corporativa y de gobernanza, composición, el nivel de concentración de sus miembros compensadores y las interconexiones con el sistema financiero, que aumentan el potencial de transmisión de riesgos en todo el mercado financiero.

En consecuencia, resulta esencial tener en cuenta estas características diferenciadoras de las ECC, así como diferentes escenarios de riesgo, idiosincrático y sistémico, a la hora de evaluar la viabilidad y credibilidad, así como los costes e impactos derivados de la utilización de instrumentos de resolución disponibles en caso de una posible inviabilidad.

El análisis llevado a cabo en ese artículo demuestra que, en general, todos los recursos y herramientas tienen fortalezas y debilidades, y pueden ser más o menos eficaces en un escenario de resolución específico, sin que ninguno de ellos, por sí solo, pueda satisfacer todos los objetivos de resolución sin presentar algún tipo de inconveniente y con efectos diversos para la estabilidad financiera.

Mapa de color: herramientas de resolución de ECC, eficacia, riesgo operativo y riesgo sistémico

GRÁFICO 2

Herramientas	Eficacia	Riesgo operativo	Riesgo sistémico
Requerimientos de efectivo a miembros no incumplidores	■	■	■
Recortes de ganancias por variación de márgenes	■	■	■
Terminación total o parcial de contratos	■	■	■
Amortización y conversión de instrumentos de capital y de deuda	■	■	■
Venta de negocio	■	■	■
ECC puente	■	■	■
Apoyo accionarial	■	■	■
Propiedad pública temporal	■	■	■

Eficacia alta. Riesgo operativo y sistémico bajos	■
Eficacia moderada. Riesgo operativo y sistémico moderados	■
Eficacia baja. Riesgo operativo y sistémico altos	■

Fuente: Elaboración propia.

Existe un amplio consenso internacional sobre la conveniencia de poner a disposición de las autoridades de resolución una combinación de recursos e instrumentos de aplicación no prescriptiva, que proporcione flexibilidad a las autoridades para determinar la solución más adecuada en función de las características específicas de la ECC en dificultades y de la crisis que la motiva.

También es posible que se alcance un consenso sobre la conveniencia de contar con herramientas complementarias a las hasta ahora previstas en los principios internacionales y en las regulaciones sobre la materia, para permitir mayor opcionalidad a las autoridades y, por tanto, más oportunidades de lograr mejor los objetivos de resolución mediante mayores posibilidades de combinación de instrumentos, como el uso de recursos no financiados, menos costosos en momentos de normalidad, con otros recursos líquidos prefinanciados, más fiables pero también más costosos.

Dado el potencial impacto que la definición de recursos de resolución alternativos o adicionales a los actuales puede tener para los incentivos durante la fase de recuperación, así como para los modelos de negocio de las ECC, esta evaluación ha de contar con la perspectiva tanto de las autoridades de resolución como de los supervisores y de la propia industria, a fin de prevenir efectos indirectos adversos y lograr una postura coherente y creíble en lo que respecta a la financiación de la resolución por el sector privado.

En los próximos meses, el FSB, en estrecha cooperación y coordinación con CPMI-IOSCO, continuará analizando esta situación con el fin de mejorar el conocimiento de las implicaciones e interacciones entre los diferentes recursos e instrumentos para, en su caso, llegar a considerar una posible propuesta de revisión de los principios u orientaciones vigentes, siempre contando con la consulta a la industria, las partes interesadas y al mundo académico y con su participación.

Anexo

Herramientas de resolución de ECC, eficacia, limitaciones y posible riesgo sistémico

CUADRO 1

	Definición	Eficacia	Limitaciones	Posible riesgo sistémico
Herramientas de asignación de pérdidas				
Requerimientos de efectivo a miembros no incumplidores	<p>Aportaciones de efectivo previstas en las normas de funcionamiento de la ECC para cubrir pérdidas por incumplimiento y por no incumplimiento.</p> <p>Normalmente recogida en el reglamento de la ECC y sujeta a límites (dos veces la contribución al fondo de incumplimiento), lo que proporciona certeza a los miembros.</p>	<p>Eficacia alta</p> <p>Facilita recursos adicionales no prefinanciados para absorber pérdidas, restaurar la capacidad de la ECC de cumplir con su obligación de pago, reponer los recursos prefinanciados y recapitalizar la ECC.</p>	<p>Riesgo operativo bajo/moderado</p> <p>Normalmente su importe está limitado, por lo que puede resultar insuficiente.</p> <p>Riesgo moral para las ECC que desincentiva su gestión del riesgo.</p> <p>Tensión en los incentivos de los miembros si se usan para recapitalizar la ECC sin compensación a los miembros.</p>	<p>Riesgo sistémico bajo/moderado, pero puede llegar a ser alto en escenarios de elevada tensión</p> <p>Problemas de solvencia y liquidez en los miembros.</p> <p>Efectos en cadena en condiciones de mercado estresadas.</p> <p>Tensiones de liquidez en mercado.</p> <p>Riesgo de contagio.</p>
Recortes de ganancias por variación de márgenes	<p>Reducción de las obligaciones de pago de la ECC en favor de los miembros con ganancia por precio de mercado. Para cubrir pérdidas en escenarios de incumplimiento y de no incumplimiento.</p> <p>Recogida en el reglamento de la ECC, con limitaciones temporales, cuantitativas o de otro tipo (una vez la contribución al fondo de incumplimiento para cubrir pérdidas por no incumplimiento).</p>	<p>Eficacia alta</p> <p>Facilita el acceso inmediato a recursos líquidos para absorber pérdidas y proveer liquidez.</p>	<p>Riesgo operativo moderado</p> <p>No permite a la ECC cumplir su objetivo de garantizar el cumplimiento de las obligaciones.</p> <p>Tensión en los incentivos de los miembros y clientes.</p> <p>Difícil de estimar <i>a priori</i>.</p> <p>Dificultad para aplicar a clientes.</p> <p>Puede desencadenar el abandono de la ECC por parte de miembros y clientes.</p>	<p>Riesgo sistémico moderado/alto</p> <p>Problemas de liquidez en miembros y clientes.</p> <p>Riesgo de contagio. Posible detonante de espiral de liquidez.</p> <p>Pérdida de confianza. Efectos procíclicos.</p>

				Possible risk systemic
	Definition	Effectiveness	Limitations	
Herramientas de asignación de posiciones				
Termination total or partial of contracts	Rescission of the contracts affected by non-compliance or, if necessary, of all the contracts, to return to a situation of portfolio closure in scenarios of losses due to non-compliance.	High effectiveness Allows returning to a closed portfolio. Avoids a forced assignment of positions.	Operational risk low Does not allow the ECC to fulfill its objective of guaranteeing the compliance of the obligations. Exposes to members and clients risks not covered and costs of replacement of positions.	High systemic risk Problems of solvency and liquidity in members. Loss of confidence. Tensions of liquidity in the market. Risk of contagion.
Herramientas de absorción de pérdidas por la ECC				
Amortization and conversion of instruments of capital and debt	To absorb losses, re-capitalise the ECC or the ECC bridge, or support the instrument of sale of business. The shareholders must be amortized before the use of the instruments of assignment of losses to members not defaulting or together with that use, except that a different sequence minimizes deviations from the NCWO principle and better achieves the objectives of resolution.	Moderate effectiveness Contributes to the absorption of losses and to re-capitalise the ECC. Limited effectiveness, since the capital of the ECC is relatively small and lacks a significant amount of debt.	Operational risk low Funds easily available, although limited. If not amortized the entire capital, there can be conflicts of interest between new and old shareholders who put at risk the objectives of resolution.	Low systemic risk The impact on the market and on confidence depends on the perception of the public about the design and the controls of the ECC.
Herramientas de transferencia de activos				
Sale of business	Sale of the totality or part of the ECC to another entity.	High effectiveness To guarantee the continuity of essential functions. It may be necessary to combine with instruments of absorption of losses.	Operational risk moderate It is necessary to coordinate speed and a complex process of search for buyer.	Moderate systemic risk Normally it will be necessary to maintain the confidentiality of the negotiation process.

	Definición	Eficacia	Limitaciones	Posible riesgo sistémico
ECC puente	Creación por parte de la autoridad de una ECC puente a la que se traspasarían las funciones esenciales. Podría venderse posteriormente. Las funciones no esenciales se liquidarían.	Eficacia alta Para garantizar la continuidad de funciones esenciales. Puede ser necesario combinar con instrumentos de absorción de pérdidas.	Riesgo operativo alto Dificultades por la necesaria rapidez del proceso y complejidad legal y financiera. Puede requerir apoyo público transitorio.	Riesgo sistémico moderado La complejidad del proceso y el riesgo de no encontrar alternativas al final de este pueden ocasionar pérdida de confianza.
Herramientas de estabilización gubernamental				
Apoyo accionarial	Apoyo financiero público para la recapitalización de la ECC a cambio de instrumentos de propiedad. Último recurso. Al tiempo debe aplicarse la amortización y conversión de capital y obligaciones. Plan de recuperación creíble por el Estado.	Eficacia alta Facilita la absorción de pérdidas y la recapitalización. Permite la estabilización de la ECC. Facilita la instrumentación de herramientas de transferencia.	Riesgo operativo alto Medida de último recurso condicionada a su transitoriedad y recuperabilidad. Tensiona el sistema de incentivos de los miembros para participar en las líneas de defensa de la ECC y de la propia ECC para gestionar su riesgo.	Riesgo sistémico moderado Pone en riesgo los objetivos de resolución. Riesgo moral. Genera pérdidas a los contribuyentes.
Propiedad pública temporal	La ECC pasaría a ser de titularidad pública temporal a través de la transferencia de los títulos de propiedad al Estado. Al tiempo debe aplicarse la amortización y conversión de capital y obligaciones. Plan de recuperación creíble por el Estado.	Eficacia alta Facilita la instrumentación de herramientas de transferencia como la ECC puente.	Riesgo operativo alto Medida de último recurso condicionada a su transitoriedad y recuperabilidad. Tensiona el sistema de incentivos de los miembros para participar en las líneas de defensa de la ECC y de la propia ECC para gestionar su riesgo.	Riesgo sistémico moderado Pone en riesgo los objetivos de resolución. Riesgo moral. Genera pérdidas a los contribuyentes.

Fuente: Elaboración propia.

Referencias

BIS (2022). «OTC Derivatives statistics». 30 de noviembre.

CNMV (2022). «Conferencia sobre recuperación y resolución de entidades de contrapartida central». 21 de junio. Vídeo de la conferencia

CPMI-IOSCO (2012). «Principles for financial market infrastructures». 16 de abril.

CPMI-IOSCO (2016). *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures*. 29 de junio.

CPMI-IOSCO (2017). *Recovery of financial market infrastructures*. 5 de julio.

CPMI-IOSCO (2020). *Central counterparty default management auctions – Issues for consideration*. 25 de junio.

CPMI-IOSCO (2022a). *A discussion paper on central counterparty practices to address non default losses*. 4 de agosto.

CPMI-IOSCO (2022b). *Client clearing: access and portability*. 8 de septiembre.

CPMI-IOSCO (2022c). «Review of margining practices». 29 de septiembre.

CPMI-IOSCO (2022d). *Implementation monitoring of the PFMI: Level 3 assessment on Financial Market Infrastructures' Cyber Resilience*. 29 de noviembre.

FSB (2014). *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. 15 de octubre.

FSB (2017). *Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning*. Julio.

FSB (2020). *Guidance on Financial Resources to Support CCP Resolution and on the Treatment of CCP Equity in Resolution*. 16 de noviembre.

FSB (2022). *OTC Derivatives Market Reforms. Implementation progress in 2022*. 7 de noviembre.

FSB, CPMI e IOSCO (2022). *Central Counterparty Financial Resources for Recovery and Resolution*. 10 de marzo.

Gómez-Yubero, M.J. y Gullón, B. (2020). «Resolución de entidades de contrapartida central: cómo evaluar y tratar los recursos financieros disponibles». *Boletín de la CNMV*, Trimestre IV, pp. 103-157.

