



# Estado de la reforma de los tipos de interés de referencia

Ponencias de la III Conferencia  
organizada por la CNMV

el 15 de junio de 2021

Octubre de 2021





# **Estado de la reforma de los tipos de interés de referencia**

**Ponencias de la III Conferencia organizada  
por la CNMV el 15 de junio de 2021**

Coordinadora y editora de la publicación:  
María José Gómez Yubero

Las opiniones expresadas en esta publicación reflejan exclusivamente el criterio de los autores y no deben ser atribuidas a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Comisión Nacional del Mercado de Valores

Edison, 4

28006 Madrid

Bolivia, 56

08018 Barcelona

© Comisión Nacional del Mercado de Valores

Se autoriza la reproducción de los contenidos de esta publicación siempre que se cite su procedencia.

La CNMV difunde sus informes y publicaciones a través de la red Internet en la dirección [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es).

ISBN: 978-84-15040-01-9

Edición y maquetación: Cálamo y Cran

# Índice

<b>Lista de autores</b>	<b>7</b>
<b>Prólogo. El estado de la reforma de los tipos de interés de referencia</b>	<b>9</b>
<b>1 Introducción</b>	<b>13</b>
<b>2 Perspectiva reguladora y supervisora de la reforma de las tasas de interés en la UE</b>	<b>17</b>
2.1 El impacto de la interrupción del Libor en la UE	17
2.2 La reforma de las tasas de interés en la zona euro	18
2.3 La función de ESMA: el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro y la supervisión directa	20
2.4 Conclusión	21
<b>PARTE I</b> <b>Transición del Libor</b>	
<b>3 Calendario para el cese del Libor</b>	<b>25</b>
3.1 Introducción	25
3.2 Libor dólar	25
3.3 SOFR primero	25
3.4 Tipos sensibles al crédito	26
3.5 Protocolo ISDA	26
3.6 Coordinación internacional	27
3.7 Conclusión	27
<b>4 Adaptación de los contratos de derivados</b>	<b>29</b>
4.1 Disposiciones alternativas de ISDA para IBOR	29
4.2 Anuncio de la FCA del Reino Unido y finalización del Libor	30
4.3 Adopción de los RFR	32
<b>Hitos y desafíos pendientes para el cese del Libor</b>	<b>33</b>
<b>5 Transición del Libor: retos y preparación para las entidades financieras globales</b>	<b>33</b>
5.1 Retos de la transición	35
5.2 Cómo prepararse	36
5.3 Conclusiones	37
<b>6 Transición del Libor: perspectiva de las entidades no financieras</b>	<b>39</b>
<b>7 Gestión de riesgos y tipos libres de riesgo: la contribución de las ECC a una transición satisfactoria</b>	<b>41</b>
7.1 Las ECC y su vínculo con la reforma del Libor	41
7.2 Las funciones de una ECC	41
7.3 Labor realizada hasta la fecha sobre la reforma de los índices de referencia	42
7.4 Hitos futuros para las ECC en su transición hacia tipos libres de riesgo	43
7.5 Conclusión	44
Información acerca de las ECC	44

## PARTE II

### Uso del €STR y solidez de los contratos Euribor

<b>Construyendo mercados líquidos y robustos en torno al €STR</b>	<b>53</b>
<b>9 La reforma de los índices de referencia del euro: la transición del Eonia al €STR</b>	<b>53</b>
<b>10 Perspectiva de mercado sobre el desarrollo del €STR</b>	<b>57</b>
10.1 ¿Cómo se está produciendo el proceso de transición del Eonia al €STR?	57
10.2 ¿El €STR reemplazará al Euribor en los nuevos contratos?	58
<b>Euribor: solidez de contratos y tasas de respaldo basadas en el €STR</b>	<b>61</b>
<b>11 Euribor, una referencia fiable durante más de 20 años</b>	<b>61</b>
11.1 Gobernanza: uno de los pilares fundamentales de la reforma	61
11.2 La metodología reformada para el Euribor	62
11.3 Solidez en todo momento	63
11.4 El Euribor ha llegado para quedarse	63
11.5 Tasas de retorno del Euribor	64
<b>12 Recomendaciones del grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro sobre cláusulas contractuales desencadenantes de la sustitución del Euribor</b>	<b>65</b>
12.1 Las cláusulas de sustitución de índices de referencia	65
12.1.1 Origen	65
12.1.2 Concepto	66
12.1.3 Elementos	66
12.1.4 Otras consideraciones	67
12.2 Las Recomendaciones	67
12.2.1 El cese definitivo de publicación del Euribor sin sucesor	67
12.2.2 Falta de representatividad	68
12.2.3 Ilegalidad o prohibición de uso	68
12.2.4 Cese de publicación sin anuncio público previo	69
12.2.5 Cambio en la metodología	69
12.2.6 Aplicación de medidas de contingencia	70
<b>13 Recomendaciones del grupo de trabajo sobre tasas libre de riesgo del euro sobre los índices sustitutivos aplicables al Euribor en productos de contado</b>	<b>71</b>
<b>Agradecimientos</b>	<b>73</b>

## Lista de autores

**Rodrigo Buenaventura**

Presidente, CNMV

**Víctor Rodríguez Quejido**

Director general de Política Estratégica y Asuntos Internacionales, CNMV

**Iliana Lani**

Responsable del Departamento de Calificaciones, Índices y Titulización, ESMA

**Edwin Schooling Latter**

Director de Mercados y Política Mayorista, Financial Conduct Authority

**Ann Battle**

Responsable de la Reforma de Índices de Referencia, ISDA

**Mónica López-Monís**

Responsable global de Relaciones con Supervisores y Reguladores, vicepresidenta ejecutiva sénior a nivel de grupo, Banco Santander

**Rafael Plata**

Secretario general, EACH

**Arturo Polo**

Director de Derivados, Telefónica

**Asís Velilla**

Socio, Servicios de Asesoría en Contabilidad Financiera, EY

**Pablo Lago**

Responsable, Mesa de Operaciones y Gestión de Liquidez, Banco de España

**Sergi Castellá**

Director gerente de Gestión de Activos y Pasivos, Tesorería y Financiación, CaixaBank

**Adolfo Fraguas**

Director Servicios Jurídicos España, BBVA

**Jean-Louis Schirmann**

Consejero delegado, EMMI

**Michele Mazzoni**

Directivo sénior del Departamento de Calificaciones, Índices y Titulización, ESMA



# Prólogo. El estado de la reforma de los tipos de interés de referencia

Rodrigo Buenaventura<sup>1</sup>

La reforma de los índices de referencia no solo tiene implicaciones financieras, legales, contables, operativas y de conducta para las entidades que operan habitualmente con ellos, sino que todos, sector público y privado, tenemos un interés en reforzar la solidez y garantizar la sostenibilidad de los índices de referencia. Es por ello el gran interés que despierta entre los actores del sistema financiero y no financiero pese a la fertilidad regulatoria vivida en los últimos años tras la crisis de 2008 y más en la actualidad como consecuencia de los cambios normativos producto de la crisis del COVID-19 y de las herramientas en busca de la recuperación económica. Con esta reforma se busca fortalecer la integridad, la transparencia y la liquidez de los mercados financieros, se facilita la instrumentación de la política monetaria y se preserva la estabilidad financiera.

Si bien en la zona euro el proceso de modernización del Euribor se está consolidando con éxito y la transición hacia la referencia libre de riesgo, el €STR, avanza de manera razonable, la transición del Libor representa un importante desafío para los mercados y exige un esfuerzo coordinado para su culminación por parte de todos los participantes, ya sean autoridades supervisoras, entidades financieras y no financieras, mercados y sus infraestructuras, o usuarios de los índices.

Como reconoce el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) en su reciente informe de progreso, no prepararse adecuadamente para la transición puede dificultar la eficacia de los contratos financieros y dar lugar a riesgos para la estabilidad financiera.

## *Cese del Libor*

El pasado 5 de marzo de 2021, las autoridades británicas confirmaban oficialmente el fin de la publicación del Libor, a partir de 31 de diciembre de 2021, en todos sus vencimientos y divisas, excepto en dólares, cuya publicación continuará hasta el 30 de junio de 2023 a fin de facilitar la transición de los contratos vigentes. Esta transición es necesaria dado que el índice en dólares es el más utilizado del mundo.

Para conseguir la efectiva transición, las autoridades británicas han instado a las entidades a no formalizar nuevos contratos sobre Libor en libras a partir del 31 de marzo de 2021 y a partir del 31 de diciembre 2021 para el Libor en dólares.

El FSB espera que las autoridades en las demás jurisdicciones realicen actuaciones similares dirigidas a sus entidades supervisadas y evitar así arbitrajes y actuaciones asimétricas entre ellas.

---

1 Presidente, CNMV.

En España son numerosas las empresas no financieras, Administraciones públicas y entidades financieras que tienen suscritos contratos de financiación o cobertura referenciados a este índice. Por ello, la CNMV emitió una comunicación en enero de 2021 en la que recomendaba a las entidades seguir la hoja de ruta publicada por el FSB. Al mismo tiempo, reiterábamos las recomendaciones formuladas en julio de 2019 acerca de:

- La conveniencia de realizar un seguimiento de los desarrollos y actuaciones de los grupos de trabajo y de los principales avances en el proceso de reforma.
- Identificar y evaluar los riesgos y posibles impactos derivados de su exposición.
- Diseñar una estrategia global para planificar las acciones de implementación correspondientes.
- Contar con una estructura organizativa adecuada para coordinar el diseño e implementación de los trabajos de transición.

La desaparición del Libor conlleva que el mercado debe transitar hacia tasas alternativas que, de acuerdo con las recomendaciones del FSB y de otras autoridades, han de estar basadas en los tipos libres de riesgo identificados en cada una de ellas: el SONIA como remplazo de las referencias Libor en libras, el SOFR para el Libor en dólares, el SARON para la referencia en francos suizos, el TONAR para el Libor en yenes y el €STR para el Libor en euros.

Una de las acciones esenciales que las entidades han de completar durante 2021 es la modificación de los contratos e instrumentos vinculados al índice para sustituirlo por las tasas alternativas recomendadas por los grupos de trabajo auspiciados por los bancos centrales. En el ámbito de los contratos de derivados extrabursátiles, la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha diseñado un suplemento y un protocolo que facilitan su adaptación. Por su parte, las cámaras de compensación también han jugado un papel fundamental, facilitando la adaptación de los contratos de derivados compensados centralizadamente y con ello estimulando las transacciones e instrumentos de contado y allanándoles el camino.

La CNMV, al igual que otras autoridades e instituciones europeas e internacionales, ha aconsejado a las entidades españolas que consideren la conveniencia de adherirse a estos documentos de ISDA, teniendo en cuenta su situación particular y sus propias necesidades, que pueden ser de tipo legal, contable o de cobertura.

Quiero subrayar igualmente la importancia del Informe de progreso del FSB sobre el estado de las reformas, que ha denominado 2021 como el año del fin del Libor y que nos pide a las autoridades supervisoras que instemos a todos los participantes a actuar para completar la hoja de ruta de la transición global, de modo que estén preparados para afrontar su desaparición a finales de este año y para operar en el nuevo entorno de *risk free rates*.

### **Situación en la zona euro**

La situación en la zona euro es menos perturbadora, ya que no se contempla la desaparición del Euribor. Al contrario, la reforma de su metodología y de su entorno de control ha permitido que pueda continuar midiendo el mismo interés subyacente, pero de una manera mucho más precisa y cumpliendo con la normativa europea.

Esta metodología reforzada ha demostrado su solidez, validez y credibilidad durante la crisis del COVID-19.

En cuanto al refuerzo de los contratos referenciados al Euribor, que es una exigencia del Reglamento de Índices de Referencia, el grupo de trabajo sobre índices libres de riesgo del euro publicó el pasado 11 de mayo de 2021 su recomendación final sobre tipos sustitutivos del Euribor basados en el €STR por tipo de producto de contado.

En todo caso, siguiendo las recomendaciones del FSB, es primordial, en beneficio de la estabilidad financiera, que se desarrolle un mercado líquido y profundo alrededor de las tasas libres de riesgo, que, al estar basadas en elevados volúmenes de transacciones de mercados monetarios, son más sólidas y robustas que los tradicionales índices interbancarios. En la zona euro, la tasa libre de riesgo designada es el €STR, que publica el Banco Central Europeo (BCE) desde octubre de 2019.

El desarrollo del €STR no está siendo, sin embargo, tan rápido como se esperaba, ya que los participantes del mercado siguen operando en los mercados de derivados con el Eonia, cuya desaparición está prevista a finales de 2021.

En este sentido, es importante recordar la importancia de comenzar a operar lo antes posible con el €STR. Es cierto que las cámaras de compensación tienen previsto realizar un cambio en la compensación de derivados referenciados al Eonia hacia el €STR, lo que sin duda determinará un avance esencial en el progreso del mercado en favor de este índice.

Por otra parte, es un requisito legal que los contratos contengan cláusulas con tasas de respaldo —en algunos casos, prospectivas— para reforzar los contratos referenciados al Euribor y estas tasas prospectivas requieren para su cálculo de mercados de derivados líquidos y profundos del €STR.

De acuerdo con ello cabe esperar que la liquidez del mercado pasará a este último índice, lo que, a su vez, permitirá el desarrollo de las tasas prospectivas.

## **Conclusión**

En definitiva, debido a que estos índices desempeñan una función económica crucial, es necesario reforzar su solidez y garantizar su sostenibilidad con el fin de preservar la estabilidad financiera. Y la transición al nuevo escenario presenta un conjunto significativo de desafíos tanto para reguladores y supervisores como para el sector privado.

La difusión de información conjunta y la colaboración con todos los implicados en este proceso de reforma se ha demostrado útil y efectiva. Creo, por tanto, que ese es el camino a seguir en un asunto de tanta envergadura para nuestro sistema financiero y para nuestra economía.

Concluyo reiterando el compromiso de la CNMV con el seguimiento de las reformas, por lo que continuaremos con nuestro trabajo en colaboración con otras administraciones y con el sector privado, y animando a todos los presentes a afrontar con decisión las medidas necesarias para culminar con éxito el proceso de reforma.



# 1 Introducción

Víctor Rodríguez Quejido<sup>2</sup>

El 15 de junio de 2021, la CNMV organizó la III Conferencia sobre el «Estado de la reforma de los tipos de interés de referencia». Debido a las restricciones y a las medidas preventivas relacionadas con la pandemia provocada por el COVID-19, la sesión se celebró de forma *on line*, formato que, a pesar de que no permite el ansiado contacto humano, tiene la ventaja de su flexibilidad y de su enorme alcance y difusión. De hecho, a la fecha de esta publicación, más de 1.300 personas han reproducido el vídeo de la jornada, que fue seguida en directo por más de 200 personas.

Desde la celebración de las dos conferencias anteriores —la primera en junio de 2018 y la segunda en octubre de 2019—, se han producido avances importantes en el proceso de reforma de los índices de tipos de interés que justifican la celebración de esta sesión para dar a conocer a todos los participantes en los mercados españoles la situación actual y, muy especialmente, los acontecimientos que en pocos meses se producirán en relación con la desaparición del Libor, hasta ahora el índice más importante en términos cuantitativos y el más utilizado en todo el mundo.

Si bien entre las entidades españolas el Libor no es el índice más importante, de acuerdo con nuestras estimaciones, el nivel de exposición a este índice de las entidades españolas, tanto financieras como no financieras, superaba a finales del año pasado los 2 billones de euros, por lo que se puede considerar un índice sistémico para nuestros mercados. Aunque las mayores cifras de exposición corresponden a las entidades financieras, también las empresas no financieras que operan en mercados internacionales tienen exposición a este índice, lo que, aun no siendo cuantitativamente sistémico, hace que su desaparición tenga repercusiones importantes para las compañías, que han de ser adecuadamente comprendidas y gestionadas.

Por esta razón, siguiendo la recomendación del Consejo de Estabilidad Financiera (el FSB, por sus siglas en inglés) dirigida a las autoridades supervisoras de adoptar medidas que impulsen y faciliten la transición en sus respectivas jurisdicciones, la CNMV organiza esta jornada coincidiendo con el reciente anuncio, que se produjo el pasado 5 de marzo de 2021, por parte de las autoridades del Reino Unido confirmando el cese de la publicación del Libor a partir del 31 de diciembre de 2021 en todos sus vencimientos y divisas, excepto en dólares, cuya publicación continuará hasta el 30 de junio de 2023 para facilitar la transición de los contratos vigentes.

Además, y por lo que se refiere a la situación más específica de la zona euro, se acerca la fecha final para la desaparición definitiva del tipo interbancario a 1 día, el Eonia, que se viene calculando desde octubre de 2019 como el €STR más 8,5 puntos básicos. En relación con el Euribor, a diferencia del Libor, no se contempla su desaparición. No obstante, la normativa exige reforzar los contratos con tasas alternativas

---

2 Director general de Política Estratégica y Asuntos Internacionales, CNMV.

adecuadas, para lo cual el grupo de trabajo de la zona euro acaba también de publicar su recomendación sobre los tipos alternativos adecuados para reforzar los contratos del Euribor, basados en el €STR. Para ello, es imprescindible que los mercados de este índice se desarrollen suficientemente.

Todas estas cuestiones fueron analizadas por un destacado plantel de intervinientes en la jornada del pasado 15 de junio, que estuvo dividida en dos partes, la primera sobre la transición del Libor y la segunda sobre la situación particular de la zona euro en relación con el uso del €STR y la solidez de los contratos Euribor.

- La sesión comenzó con una intervención por parte de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), representada por Iliana Lani, su actual responsable de Ratings, Índices y Titulizaciones, que presentó la perspectiva regulatoria y supervisora de la reforma de los índices en la Unión Europea.
- Entrando ya en la situación del Libor, se contó con una intervención especial de la autoridad competente del Libor, la Financial Conduct Authority (Autoridad de Conducta Financiera, FCA), representada por Edwin Schooling Latter, director de Mercados y Política Mayorista de dicha autoridad, que esbozó los pormenores del calendario previsto hasta la desaparición definitiva del índice.
- A continuación, debido al importante papel que ha desempeñado la International Swaps and Derivatives Association (Asociación Internacional de Swaps y Derivados, ISDA) en impulsar y facilitar la reforma adaptando el marco general de los contratos de derivados para afrontar las reformas, fue Ann Battle, la responsable que ha liderado el proceso de las reformas desde ISDA quien presentó el trabajo realizado en la adaptación de los contratos de derivados.
- Esta primera parte concluyó con un panel de expertos que, moderado por la CNMV, debatió y ofreció diferentes perspectivas sobre los hitos y desafíos pendientes para el cese del Libor. Participaron el secretario general de la Asociación Europea de Entidades de Contrapartida Central, Rafael Plata, y representantes de dos entidades globales, Banco Santander, representado por Mónica López-Monís, responsable global de Relaciones con Reguladores y Supervisores en Banco Santander y vicepresidenta ejecutiva sénior a nivel del Grupo, y Telefónica, representada por Arturo Polo, su director de Derivados.

En la segunda parte de la jornada, dedicada a la zona euro, se desarrollaron dos mesas redondas compuestas también por expertos y moderadas por la CNMV:

- Un primer panel que trató sobre la importancia de desarrollar los mercados en torno al nuevo índice €STR, con Pablo Lago, responsable de la Mesa de Operaciones y Gestión de Liquidez en el Banco de España, y Sergi Castellá, director general de Tesorería y Financiación en CaixaBank.
- El segundo panel estuvo compuesto por representantes de entidades españolas en el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro: Adolfo Fraguas, director de Servicios Jurídicos de BBVA, y Sergi Castellá, de CaixaBank. También contó con el administrador del Euribor, European Money Markets Institute (EMMI), representado por su director ejecutivo, Jean-Louis Schirmann, y con Michele Mazzoni, de ESMA, para debatir sobre la solidez de los contratos referenciados al Euribor desde diferentes perspectivas.

- Finalmente, el presidente de la CNMV, que, por circunstancias de última hora, no pudo participar en la Conferencia, sí ha contribuido a esta publicación con el mensaje institucional del organismo .

En nombre de la CNMV, y en el mío propio, reitero el agradecimiento a todos los asistentes y los ponentes y panelistas que intervinieron en la Conferencia y que han contribuido a esta publicación por su colaboración y apoyo en el objetivo de difundir estas reformas de los índices de referencia e impulsar la adaptación de los mercados y de sus participantes.



## 2 Perspectiva reguladora y supervisora de la reforma de las tasas de interés en la UE

Iliana Lani<sup>3</sup> y Michele Mazzoni<sup>4</sup>

### 2.1 El impacto de la interrupción del Libor en la UE

El proceso de interrupción del Libor comenzó en julio de 2017 con un discurso sobre «el futuro del Libor» de Andrew Bailey, en ese momento director ejecutivo de la FCA del Reino Unido<sup>5</sup>. Desde entonces, ya se han logrado muchos hitos, tanto por parte de los participantes del mercado como por los legisladores de distintas jurisdicciones, y el mercado está entrando ahora en la última fase crucial del proceso de interrupción del Libor.

El Libor, uno de los índices de referencia más utilizados internacionalmente, pronto dejará de publicarse. Su próxima suspensión representa un evento de mercado significativo que afecta al sistema financiero de la Unión Europea (UE) y de otros lugares. Las entidades financieras europeas deberían estar en proceso de preparación para la interrupción del Libor, reduciendo sus exposiciones a todas las monedas y plazos de esta tasa.

Las configuraciones más utilizadas del Libor para el dólar (la configuración del Libor para el dólar a 1 día y a 1, 3, 6 y 12 meses) seguirán siendo publicadas por parte del administrador del Libor (IBA, por sus siglas en inglés) hasta el 30 de junio de 2023<sup>6</sup>. Sin embargo, en noviembre de 2020 y marzo de 2021, la Reserva Federal de Estados Unidos alentó a las empresas financieras a que dejaran, tan pronto como fuera posible, de crear nuevos contratos que utilizaran cualquiera de los plazos del Libor para el dólar como tasa de referencia y, en cualquier caso, antes del 31 de diciembre de 2021<sup>7</sup>. El 2 de junio de 2021, el Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) emitieron dos declaraciones<sup>8</sup> en las que reiteraron las palabras de las autoridades estadounidenses.

Asimismo, en la UE, las entidades supervisadas deberían dejar de utilizar el Libor en los nuevos contratos, incluidas todas las configuraciones del Libor para el dólar,

---

3 Responsable del Departamento de Calificaciones, Índices y Titulización (RIS), ESMA.

4 Directivo sénior del Departamento de Calificaciones, Índices y Titulización (RIS), ESMA.

5 Consulte: <https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>

6 Consulte la comunicación del IBA del 5 de marzo de 2021 sobre su intención de cesar la publicación de las diferentes configuraciones del Libor: <https://ir.theice.com/press/news-details/2021/ICE-Benchmark-Administration-Publishes-Feedback-Statement-for-the-Consultation-on-Its-Intention-to-Cease-the-Publication-of-Libor-Settings/default.aspx>

7 Consulte: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20201130a1.pdf> (noviembre de 2020) y <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/srletters/SR2107.htm> (marzo de 2021).

8 Consulte: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P020621-4.pdf> (FSB) y <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD676.pdf> (IOSCO).

antes de enero de 2022. El 24 de junio de 2021, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), junto con la Autoridad Bancaria Europea (ABE), el Banco Central Europeo (BCE) y la Comisión Europea, publicaron un comunicado en el que definían las expectativas supervisoras sobre el uso del Libor en la UE en los próximos meses. En esta declaración, ESMA, el BCE y la Comisión Europea alientan a las entidades supervisadas de la UE a:

- Dejar de utilizar las 35 configuraciones del Libor, incluido el Libor para el dólar, como tasa de referencia en nuevos contratos tan pronto como sea posible y, en cualquier caso, antes del 31 de diciembre de 2021.
- Limitar el uso de cualquier configuración del Libor publicada conforme a una metodología modificada (también conocida como Libor *sintético*) solo a los contratos que sean especialmente difíciles de modificar antes del cese del Libor (comúnmente conocido como *tough legacy* —legado difícil—).
- Incluir cláusulas alternativas sólidas que designen tasas alternativas en todos los contratos que hagan referencia al Libor.

Cabe señalar que los legisladores de la UE han complementado recientemente el marco regulatorio en torno a la interrupción de los índices de referencia de relevancia sistémica, otorgando un nuevo poder a la Comisión Europea. De conformidad con el nuevo artículo 23, letra a), del Reglamento de Índices de Referencia (BMR), la Comisión Europea ahora puede designar tasas de reemplazo para una tasa de interés de referencia si su cese interrumpiera significativamente el funcionamiento de los mercados financieros de la UE o representara un riesgo sistémico para el sistema financiero de la Unión.

La Comisión Europea está actualmente considerando el uso de este nuevo poder en relación con el Libor para el franco suizo debido a que esta tasa de interés se utiliza en hipotecas minoristas en algunos Estados miembros de la UE. En marzo de este año, la Comisión Europea publicó un documento de consulta<sup>9</sup> con respecto a este proceso para recopilar las opiniones de las partes interesadas. El periodo de consulta ha terminado y en breve la Comisión Europea notificará públicamente los próximos pasos para la designación de la tasa de reemplazo del Libor para el franco suizo.

## 2.2 La reforma de las tasas de interés en la zona euro

La tasa de interés a corto plazo del euro, o €STR, publicado por el BCE<sup>10</sup>, podría representar la pieza central del rompecabezas de las tasas de interés de la UE. En septiembre de 2018, el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro optó por el €STR como la nueva tasa libre de riesgo para el euro y, a finales de 2021, con la suspensión prevista del Eonia, el €STR sustituirá de forma permanente al Eonia como tipo de interés a 1 día del euro. La finalización del cambio del Eonia al €STR por parte de las empresas financieras de la UE es crucial.

Las empresas financieras deben adoptar todas las medidas necesarias para garantizar la transición completa y oportuna del Eonia al €STR, ya que solo quedan unos

9 Consulte: [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-chf-libor-rate\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2021-chf-libor-rate_en)

10 Consulte: [https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/euro\\_short-term\\_rate/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/index.en.html)

pocos meses antes del final del Eonia. Las entidades supervisadas de la UE deberían ahora utilizar activamente el €STR, en lugar del Eonia, en todos sus nuevos contratos, así como en sus sistemas y cálculos internos. Se necesita más trabajo para garantizar que el sistema financiero de la UE esté preparado para adaptarse a un mundo sin Eonia, y los intermediarios financieros deberían centrarse ahora en el desarrollo de un mercado líquido y sólido en torno al €STR.

En relación con el Euribor, el 11 de mayo de 2021, el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro publicó su recomendación final sobre los eventos desencadenantes de cláusulas de respaldo y de las tasas alternativas del Euribor basadas en el €STR<sup>11</sup>. Este documento ha sido el logro más complejo alcanzado hasta ahora por el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro y representa un punto de inflexión para la reforma de las tasas de interés de la UE.

Brinda a los participantes del mercado una indicación clara sobre cómo incluir disposiciones alternativas en los productos de contado que hacen referencia al Euribor. La recomendación final identifica los eventos desencadenantes específicos que las disposiciones alternativas deben incluir y, para cada clase de activo identificada dentro de la categoría de productos de contado, recomienda una tasa alternativa precisa basada en el €STR.

En enero de 2022, ESMA sustituirá a la Financial Services and Markets Authority (FSMA) belga como supervisor del administrador del Euribor. ESMA no prevé la interrupción del Euribor en un futuro próximo. En julio de 2019, la FSMA belga autorizó la provisión del Euribor por parte de su administrador, European Money Markets Institute (EMMI), conforme a la nueva metodología híbrida<sup>12</sup>. Esta autorización seguirá siendo válida una vez que ESMA sea la supervisora de EMMI. ESMA considera que la nueva metodología híbrida del Euribor es sólida y compatible con BMR. Gracias a su nueva metodología y a su enfoque en cascada, el Euribor pudo abordar sin problemas los peores momentos de la pandemia de COVID-19, entre el primer y segundo trimestre de 2021.

Sin embargo, la resiliencia de la metodología del Euribor no le resta importancia a la inclusión de disposiciones alternativas en los contratos del Euribor. Teniendo en cuenta que, en España y en otros Estados miembros, muchas de las contrapartes de los contratos del Euribor son hogares europeos en lugar de inversores profesionales, ESMA no cree que las entidades supervisadas puedan permitirse asumir el mínimo riesgo de frustración contractual frente a los productos del Euribor.

Esta es la razón por la que las últimas recomendaciones del grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro son extremadamente importantes. Asimismo, permiten que las entidades supervisadas de la UE cumplan plenamente con BMR, ya que la inclusión de disposiciones alternativas en todos los contratos del Euribor es un requisito reglamentario en virtud del artículo 28.2 de dicho reglamento. En los próximos meses, ESMA, junto con la CNMV y el resto de autoridades nacionales, supervisarán la implementación por parte de las entidades supervisadas de la UE con el fin de garantizar que se cumpla este paso de la reforma de las tasas de interés en la UE.

---

11 Consulte: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.recommendationsEURIBORfallbacktriggereventsandESTR.202105~9e859b5aa7.en.pdf>

12 Consulte: <https://www.fsma.be/en/news/fsma-authorises-emmi-administrator-euribor-benchmark>

### 2.3 La función de ESMA: el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro y la supervisión directa

Después de la publicación de las recomendaciones finales sobre los eventos desencadenantes y las tasas alternativas del Euribor basadas en el €STR, el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro cumplió su mandato original. Sin embargo, la reforma de las tasas de interés de la UE no ha terminado y, por lo tanto, ESMA, junto con el BCE, la Comisión Europea y la FSMA belga, han decidido iniciar un nuevo capítulo para el grupo de trabajo .

El grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro se encuentra actualmente en transición a un nuevo formato, en el que ESMA sustituirá al BCE en la secretaría y Deutsche Bank sustituirá a ING en la presidencia. Con este nuevo escenario, el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro continuará representando el foro principal en el que los sectores público y privado se reúnen para intercambiar puntos de vista y debatir desafíos y soluciones con respecto a los problemas que surgen de la reforma de las tasas de interés de la UE.

Se han dado muchos pasos desde la creación del grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro a principios de 2018. Además de la recomendación final sobre las disposiciones alternativas del Euribor, cabe señalar que el grupo de trabajo ha publicado numerosos informes sobre varios aspectos de la reforma de las tasas de interés en Europa y también ha recomendado la modificación de la metodología del Eonia, que ahora es igual a la del €STR más 8,5 puntos básicos, y el plan de acción legal que lo acompaña, garantizando que se aclare cada aspecto legal de la transición del Eonia al €STR. En otras palabras, durante los últimos años, el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro ha sido realmente el principal impulsor de la transición de las tasas de interés de la UE.

A pesar de todos los resultados tangibles que el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro ya ha logrado, su recorrido todavía no ha terminado, y el resto del año 2021 representa un momento crítico durante el cual el grupo de trabajo debe continuar desempeñando su papel, a la luz también del amplio conocimiento y experiencia que ha acumulado en los últimos años. Ahora se publica una nueva página web del grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro en el sitio web de ESMA<sup>13</sup>, donde se publicará cualquier nuevo documento del grupo de trabajo .

Este no es el único cambio que está experimentando ESMA en relación con los índices de referencia. Como ya se ha mencionado, ESMA se convertirá en supervisora del administrador del Euribor, EMMI, a finales de 2021, sustituyendo a la FSMA belga. Gracias a una cooperación fluida con la FSMA belga, el trabajo preparatorio de ESMA para convertirse en la supervisora de EMMI está ya en marcha y ESMA estará muy pronto preparada para cumplir su nueva función de supervisión. ESMA también asumirá la presidencia del colegio de supervisores del Euribor, en el que la CNMV ha sido un miembro muy activo desde la primera reunión del colegio en 2017.

Además, a finales de 2021, ESMA también se convertirá en la supervisora de los administradores de índices de referencia no comunitarios que se hayan registrado en virtud del régimen de reconocimiento de BMR. Ya hay seis administradores no

pertenecientes a la UE (con sede en Estados Unidos, Japón y Suiza) que se han reconocido en la UE<sup>14</sup>. Se prevé que el número de administradores no pertenecientes a la UE reconocidos en la Unión crezca gradualmente a lo largo del tiempo. La supervisión de administradores extracomunitarios representa una nueva e importante tarea adicional para ESMA en el ámbito de la supervisión directa.

Finalmente, en el contexto más amplio de BMR, ESMA continuará fomentando la convergencia supervisora entre los Estados miembros de la UE. Como parte de las actividades de convergencia supervisora en el marco de BMR, ESMA y las autoridades nacionales competentes cooperarán, entre otros, en la supervisión de las obligaciones aplicables a los contribuyentes supervisados (artículo 16 de BMR) y en el seguimiento de los requisitos aplicables a los usuarios de los índices de referencia (artículo 28.2 de BMR).

## 2.4 Conclusión

La reforma de las tasas de interés es un esfuerzo de varios años que presenta desafíos de distinta naturaleza. Algunos de ellos ya se han resuelto gracias a una importante colaboración entre los sectores público y privado, dentro del grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro y en grupos de trabajo similares en otras jurisdicciones. Aún quedan algunos desafíos pendientes y, en lo que respecta a los temas relacionados con el Eonia y el Libor, las soluciones deben encontrarse antes de finales de 2021.

Como nuevo secretariado del grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro y futuro supervisor del administrador del Euribor, ESMA desempeñará un papel aún más importante en la transición de las tasas de interés de la UE. Por lo tanto, ESMA está dispuesta a cumplir su misión reforzada y a cooperar con las partes interesadas, tanto del sector público como del privado, para garantizar el logro de la reforma de las tasas de interés en la UE.

---

14 Consulte los administradores no pertenecientes a la UE reconocidos conforme a BMR en el registro de administradores de índices de referencia de ESMA: [https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma\\_registers\\_bench\\_entities](https://registers.esma.europa.eu/publication/searchRegister?core=esma_registers_bench_entities)



# Parte I

## Transición del Libor



## 3 Calendario para el cese del Libor

Edwin Schooling Latter<sup>15</sup>

### 3.1 Introducción

Tras los anuncios de Andrew Bailey en 2017, ya quedan poco más de seis meses hasta el final del Libor tal y como lo conocemos. Se han presentado un gran número de desafíos, pero la estrecha colaboración entre el sector oficial, los participantes del mercado y sus órganos representativos nos ha permitido superar estos desafíos y llegar a donde estamos hoy: tenemos la certeza de que panel de bancos del Libor se detendrá a finales de este año (y a finales de junio de 2023 para cinco de las configuraciones del Libor para el dólar estadounidense) y de que la mayor parte del mercado está preparado para ello. El cronograma varía en función del producto y la moneda. Pero en los mercados de libras esterlinas, por ejemplo, donde el Libor solía estar profundamente arraigado, la liquidez se ha desplazado en gran medida del Libor a las tasas a 1 día.

### 3.2 Libor dólar

A primera vista, parece que el Libor para el dólar se mantendrá durante 18 meses más que las otras 4 monedas Libor. Sin embargo, el camino trazado para el Libor para el dólar no difiere mucho del de la libra esterlina y el yen. Asimismo, se prevé que el nuevo uso del Libor para el dólar se detenga a finales de 2021 o, de hecho, tan pronto como sea posible antes de esa fecha. Los 18 meses adicionales para el Libor para el dólar están destinados únicamente a contratos heredados. Por lo tanto, la simetría es mayor con el enfoque para el yen y la libra esterlina, donde la FCA del Reino Unido propone un Libor sintético solo para contratos heredados, en lugar de si solo se observaran las fechas de finalización del panel. Las autoridades estadounidenses publicaron<sup>16</sup> en diciembre del año pasado su guía de supervisión para detener el nuevo uso del Libor para el dólar a finales de 2021.

### 3.3 SOFR primero

Con el objeto de generar liquidez en SOFR, las autoridades de Estados Unidos y los principales distribuidores e intermediarios financieros de Estados Unidos y el Reino Unido sitúan su peso colectivo detrás de una iniciativa: «SOFR primero». Está prevista para el 26 de julio. A partir de esa fecha, se solicita a los intermediarios que sustituyan la negociación de permutas lineales de Libor por la negociación de permutas de SOFR. Basado en un ejercicio similar de permutas de libras esterlinas lineales en octubre del año pasado, y en derivados de libras esterlinas no lineales del

---

15 Director de Mercados y Política Mayorista, Financial Conduct Authority.

16 Consulte: <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/files/bcreg20201130a1.pdf>

mes pasado, este paso permitirá que la actividad comercial entre los operadores de permutas de estas plataformas cambie de Libor a SOFR. Con anterioridad a nuestra propia iniciativa «SONIA primero» del Reino Unido, el Libor para la libra esterlina todavía representaba aproximadamente el 70 % de nuestro volumen de permutas. Ahora SONIA representa más del 70 %.

### 3.4 Tipos sensibles al crédito

Andrew Bailey, gobernador del Banco de Inglaterra, y la FCA han advertido públicamente sobre los riesgos implícitos en los denominados tipos «sensibles al crédito», que algunos comentaristas han sugerido como sucesores del Libor. El presidente de la Securities and Exchange Commission (SEC), Gary Gensler, también expuso<sup>17</sup> varias inquietudes relativas a estos tipos. En el Reino Unido, ha habido un claro consenso desde el principio basado en que los tipos sensibles al crédito no son necesarios ni deseados.

En la primavera de 2020, vimos cómo los rendimientos en papel comercial, en los que se basan estos tipos sensibles al crédito, aumentaron drásticamente. Ese incremento no se debió tanto a un deterioro repentino de la percepción de la calidad crediticia de los bancos. Tampoco reflejó un aumento similar en el coste promedio de la nueva financiación bancaria. Se trataba de liquidez. Lo que realmente vimos fueron tipos «sensibles a la liquidez». Estos movimientos repentinos, y hasta cierto punto de origen oscuro, en los tipos no son algo fácil de explicar a los clientes prestatarios. Por lo tanto, las empresas deben considerar esto detenidamente antes de ofrecer productos vinculados a estos tipos.

### 3.5 Protocolo ISDA

El éxito del protocolo ISDA para derivados no compensados ha sido un logro clave en el recorrido de transición del Libor.

Hemos calculado que más del 85 % de los derivados Libor para la libra esterlina no compensados tienen adherencia bilateral al protocolo. Para esa parte del mercado de permutas de dólares, que se notifica en el Reino Unido, la adherencia bilateral está ligeramente por encima del 90 %. Por lo tanto, con la conversión a SONIA que también se llevará a cabo en las entidades de contrapartida central (ECC), el 97,5 % del mercado de permutas del Libor para la libra esterlina en circulación se convertirá a SONIA para finales de año. De manera similar, ese más del 90 % de las permutas de dólares no compensados, además de las permutas de dólares compensados, se convertirá a SOFR a mediados de 2023. Por lo tanto, es evidente que la liquidez se concentrará en los nuevos RFR a 1 día.

El protocolo ISDA todavía está abierto a aquellos que aún no lo hayan firmado. En el Reino Unido y la Unión Europea, disponer de alternativas es un requisito conforme al Reglamento de Índices de Referencia (BMR), y el protocolo ISDA es una forma de cumplir ese requisito.

Muchos grupos de trabajo nacionales también han recomendado el uso del ajuste del diferencial de ISDA en productos en efectivo. El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) publicó una declaración<sup>18</sup> que avala este enfoque. Esta coherencia entre las clases de activos y las jurisdicciones permitirá una transición sin problemas.

### 3.6 Coordinación internacional

Los participantes del mercado señalan periódicamente la importancia de la coordinación y la coherencia entre las autoridades internacionales en materia de transición y, en concreto, cuando se trata de una legislación que facilite los contratos que no puedan ser transferidos del Libor. En el caso de un problema global como el Libor, se necesita una legislación que funcione en varias jurisdicciones. Por lo tanto, las herramientas establecidas en el Reino Unido, Estados Unidos y la Unión Europea se complementan muy bien. La capacidad de la Comisión Europea, por ejemplo, para designar tasas de reemplazo donde sea necesario es una herramienta inteligente y flexible que permite la alineación allí donde es mejor y soluciones locales adaptadas allí donde se necesitan.

Nuestro mensaje clave para los participantes del mercado consiste en estar seguros de que las autoridades han estado cooperando estrechamente y continuarán haciéndolo. Desde el principio, esta transición ha implicado la cooperación internacional a través del FSB y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO).

### 3.7 Conclusión

Continuaremos completando nuestro trabajo de transición en el sector oficial. No obstante, lo más importante es que ustedes, como participantes del mercado, completen el suyo.

---

18 Consulte: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P020621-3.pdf>



## 4 Adaptación de los contratos de derivados

Ann Battle<sup>19</sup>

### 4.1 Disposiciones alternativas de ISDA para IBOR

Con el objeto de abordar el riesgo de que una o varias tasas de oferta interbancarias (IBOR, por sus siglas en inglés) se suspendan mientras los participantes del mercado continúan estando expuestos a esa tasa, se alienta a las contrapartes a aceptar disposiciones contractuales alternativas que brinden versiones ajustadas de la tasa libre de riesgo (RFR, por sus siglas en inglés) para la moneda aplicable como una tasa de reemplazo. Resulta imposible remarcar la importancia de las alternativas, tanto para mitigar el riesgo sistémico que surgiría del cese de un IBOR clave, como para llevar al sector un paso más allá en el largo recorrido del Libor. La International Swaps and Derivatives Association (ISDA) ha trabajado en el desarrollo de alternativas para derivados durante más de cuatro años, participando en un trabajo técnico complejo en colaboración con el sector y los reguladores con el fin de desarrollar los ajustes que se aplicarían a una alternativa basada en RFR para que pudiera reemplazar a un IBOR como tasa de referencia sin cambiar materialmente los objetivos originales de la transacción.

El 23 de octubre, ISDA presentó el Suplemento de alternativas de IBOR (suplemento 70 de las definiciones de ISDA de 2006) y el Protocolo de alternativas de IBOR. El suplemento modifica las definiciones estándar de ISDA para derivados de tasas de interés con el fin de incorporar alternativas sólidas para derivados vinculados a ciertos IBOR. Estos cambios entraron en vigor el 25 de enero de 2021. Las transacciones que incorporan las definiciones de ISDA de 2006, que entraron en vigor el 25 de enero de 2021, incluyen las opciones de tasa flotante modificadas (es decir, las opciones de tasa flotante para los IBOR relevantes con las alternativas). Las transacciones incorporadas antes del 25 de enero de 2021 (los denominados «contratos de derivados heredados») continúan basándose en las definiciones de ISDA de 2006, tal y como existían antes de que fueran enmendadas de conformidad con el suplemento y, por lo tanto, no incluyen automáticamente la opción de tasa flotante modificada con la alternativa.

El Protocolo de alternativas de IBOR facilita enmiendas multilaterales para incluir las opciones de tasa flotante enmendadas y, por lo tanto, las alternativas, en los contratos de derivados heredados. Al adherirse al Protocolo de alternativas de IBOR, los participantes del mercado acuerdan que sus contratos de derivados heredados con otros adherentes incluyan la opción de tasa flotante modificada para el IBOR relevante y, por lo tanto, incluyan la alternativa. El Protocolo de alternativas de IBOR es completamente voluntario y modifica los contratos solo entre dos partes adherentes (es decir, no modifica los contratos entre una parte adherente y una parte no adherente, o entre dos partes no adherentes). Las alternativas incluidas en los contratos

---

19 Responsable de la Reforma de Índices de Referencia, ISDA.

de derivados heredados mediante la adhesión al Protocolo de alternativas de IBOR son exactamente las mismas que las alternativas incluidas en las nuevas transacciones que incorporan las definiciones de ISDA de 2006 y que entraron en vigor el 25 de enero de 2021. Hasta la fecha, más de 14.000 entidades de más de 100 jurisdicciones se han adherido al Protocolo de alternativas de IBOR.

La amplia adhesión al Protocolo de alternativas de IBOR es un logro importante y reducirá significativamente el impacto sistémico de un IBOR que cesa permanentemente o, en el caso del Libor, que se considera no representativo. Según el análisis de la autoridad de conducta financiera del Reino Unido (FCA, por sus siglas en inglés), más del 85 % de los derivados de las tasas de interés no compensadas en el Reino Unido con referencia al Libor para la libra esterlina tienen ahora alternativas efectivas porque ambas contrapartes se han adherido al protocolo. Una vez que se añaden los derivados y futuros compensados (que incluyen las alternativas de conformidad con las reglas de la cámara de compensación), aproximadamente el 97 % de los derivados de la tasa de interés del Libor para la libra esterlina están cubiertos por las alternativas.

Si bien las alternativas no se deben utilizar como el medio principal de transición de los IBOR a los RFR, estos actuarán como una red de seguridad crítica y mitigante de riesgos, garantizando que los contratos que continúan haciendo referencia a los IBOR cambien a la alternativa de RFR ajustada si el IBOR relevante deja de existir o, en el caso del Libor, la FCA lo considera no representativo de su mercado subyacente.

Sin embargo, el trabajo no ha terminado todavía. Las alternativas son una red de seguridad vital única para todos que permite garantizar una tasa de respaldo viable basada en una metodología clara, coherente y transparente que se aplica automáticamente en el punto en que un IBOR deja de existir o el Libor se vuelve no representativo, lo que permite mitigar el riesgo de perturbación del mercado. Sin embargo, una vez que se implementan alternativas sólidas, los reguladores enfatizan que los participantes del mercado pueden adaptar mejor los términos económicos de sus contratos mediante la transición activa de sus carteras a tasas alternativas antes de cualquier cese o evento de falta de representatividad. También es necesario desarrollar una solución para las duras exposiciones heredadas pendientes, aquellos contratos predominantemente en efectivo para los que no es posible realizar modificaciones contractuales, y garantizar que la solución sea lo más coherente posible en todos los productos y jurisdicciones vinculados.

## **4.2 Anuncio de la FCA del Reino Unido y finalización del Libor**

Desde hace mucho tiempo, se ha dejado claro que los participantes del mercado no pueden confiar en el Libor después de finales de 2021. Sin embargo, el 5 de marzo de 2021, la FCA brindó a las empresas un cronograma claro sobre cuándo debían cambiar a tasas de referencia alternativas. Desde esa fecha, el sector de derivados ha sido muy claro sobre cuándo exactamente entrarán en vigor las nuevas alternativas para exposiciones pendientes del Libor en los 35 pares de divisas y plazos de conformidad con el suplemento de alternativas de IBOR y el protocolo de alternativas de IBOR, así como los ajustes de margen que se añadirán a los RFR ajustados en la metodología de alternativas.

Después de una consulta realizada por ICE Benchmark Administration (IBA, por sus siglas en inglés), el administrador del Libor, la FCA, confirmó que los 7 plazos, tanto para el Libor para el euro como para el Libor para el franco suizo, el Libor para la libra esterlina a 1 día, 1 semana, 2 meses y 12 meses, el Libor para el yen a 1 semana, 2 meses y 12 meses y el Libor para el dólar estadounidense a 1 semana y 2 meses cesarán de forma permanente e inmediata después del 31 de diciembre de 2021. La publicación de los valores del Libor para el dólar estadounidense a 1 día y a 12 meses cesará con carácter definitivo inmediatamente después del 30 de junio de 2023.

Además, la FCA declaró que tiene la intención de consultar el uso de los nuevos poderes propuestos en virtud del proyecto de ley de servicios financieros para exigir a IBA que continúe publicando el Libor para la libra esterlina a 1 mes, 3 meses y 6 meses sobre una base sintética y durante un periodo adicional después de finales de 2021, y el Libor para el yen a 1 mes, 3 meses y 6 meses sobre una base sintética y durante 1 año adicional después de finales de 2021. La FCA presentó dicha consulta en junio de 2021. La FCA también declaró que considerará el caso para exigir que IBA continúe publicando el Libor para el dólar estadounidense a 1 mes, 3 meses y 6 meses sobre una base sintética y durante un periodo adicional después de finales de junio de 2023.

Es importante destacar que la FCA confirmó que estas configuraciones ya no serían representativas de su mercado subyacente después del 31 de diciembre de 2021 (para los seis plazos del Libor en libras esterlinas y yenes) y el 30 de junio de 2023 (para los tres plazos del Libor en dólares estadounidenses). También enfatizó que el uso del Libor sintético por parte de empresas reguladas del Reino Unido no estará permitido para nuevas operaciones, mientras que el uso por parte de empresas reguladas en transacciones heredadas estará sujeto al permiso de la FCA conforme a sus nuevos poderes propuestos.

Además de brindar claridad sobre el cronograma del Libor, la declaración de la FCA representó un evento de cese del índice según el suplemento de alternativas de IBOR y el protocolo de alternativas de IBOR, lo que desencadenó una corrección del ajuste del margen de alternativas en el momento del anuncio.

Este ajuste del diferencial constituye una parte importante de la tasa alternativa general y refleja una parte de las diferencias estructurales entre los IBOR y los RFR utilizados como base para las tasas de respaldo: los IBOR incorporan una prima de riesgo crediticio y otros factores, mientras que los RFR están libres, o casi libres, de riesgo. Después de varias consultas al sector por parte de ISDA, se determinó que la alternativa de cada configuración de IBOR se basaría en el RFR relevante compuesto aplicado en el momento del desembolso con el fin de abordar las diferencias en los plazos, además de un ajuste del margen para tener en cuenta la prima de riesgo crediticio y otros factores, calculados mediante un enfoque de la media histórica durante un periodo retroactivo de cinco años a partir de la fecha de un anuncio sobre el cese o la falta de representatividad. La información transmitida por la FCA el 5 de marzo de 2021 constituyó este anuncio.

Si bien los ajustes del diferencial del Libor se fijaron en el momento del anuncio de la FCA, las alternativas se aplicarán cuando cada ajuste del Libor cese o se vuelva no representativo, es decir, después del 31 de diciembre de 2021, en el caso de los derivados en circulación que continúen haciendo referencia a todos los ajustes del Libor para el euro, la libra esterlina, el franco suizo y el yen. Sin embargo, existen algunos matices para el Libor para el dólar estadounidense.

Todas las configuraciones del Libor para el dólar estadounidense continuarán publicándose hasta finales de 2021. Después de esa fecha, cesará el Libor para el dólar estadounidense a 1 semana y 2 meses, pero las nuevas alternativas no entrarán en vigor de inmediato. En su lugar, cada agente de cálculo estimará la tasa para las configuraciones del Libor para el dólar estadounidense a 1 semana y 2 meses mediante la interpolación lineal entre los plazos siguientes más cortos y los plazos siguientes más largos que continúan publicándose. Las alternativas para todas las configuraciones del Libor para el dólar estadounidense se aplicarán después de finales de junio de 2023, cuando los plazos restantes del Libor para el dólar estadounidense cesen o se vuelvan no representativos.

Dado que el Libor para el dólar estadounidense es un componente en el cálculo de la tasa de oferta de permuta del dólar de Singapur y la fijación de la tasa de interés del baht tailandés, también se aplicarán alternativas para estos tipos después del 30 de junio de 2023.

### 4.3 Adopción de los RFR

Gracias a la red de seguridad de alternativas, se ha logrado un hito importante en la reforma de los índices de referencia para que los participantes del mercado puedan centrar plenamente su atención en la adopción voluntaria del RFR.

El indicador de adopción ISDA-Clarus RFR realiza un seguimiento de la cantidad de actividad comercial global (medida por DVO1) que se lleva a cabo en derivados de tasas de interés compensados tanto extrabursátiles como negociadas en bolsa (IRD, por sus siglas en inglés) referenciados a los RFR identificados en seis monedas principales. Aumentó al 10,7 % en mayo de 2021 en comparación con el 10,1 % del mes anterior. Sobre una base nocional negociada, el porcentaje de IRD vinculado a RFR aumentó al 11,8 % del IRD total en mayo, en comparación con el 10,8 % del mes anterior.

Claramente, se requiere todavía mucho trabajo para construir mercados profundos y líquidos basados en los RFR, pero no hay duda de que la liquidez se está moviendo en la dirección correcta. El trabajo en curso de ISDA sobre la reforma de los índices de referencia permitirá avalar esto. Recientemente publicamos definiciones estándar para los RFR diarios que se pueden utilizar en nuevas transacciones, así como los materiales para convenciones de composición y productos no lineales.

# Hitos y desafíos pendientes para el cese del Libor

## 5 Transición del Libor: retos y preparación para las entidades financieras globales

Mónica López-Monís<sup>20</sup>

La reforma del Libor es un proceso de largo recorrido impulsado por autoridades internacionales cuya fase final de discontinuación fue anunciada al mercado en marzo de 2021 con la comunicación por parte del administrador del Libor (publicado en cinco monedas y siete plazos) de las fechas de discontinuación o pérdida de representatividad. Desde esta fecha, la planificación y el mensaje de las autoridades competentes es rotundo: no se debe utilizar el Libor en nuevos contratos desde 2021. Adicionalmente, en un esfuerzo que facilite la transición de los contratos existentes, se mantendrá un sintético del Libor GBP y JPY. En el caso del Libor USD se seguirá publicando, con la contribución de los bancos del panel, hasta junio de 2023. En resumen, las entidades financieras, pero también el resto de participantes del mercado, deben prepararse activamente y sin dilación para la discontinuación del Libor.

Las entidades financieras han participado en grupos de trabajo impulsados por las autoridades, en los cuales, de forma conjunta entre sector público y privado, se ha valorado la mejor forma de realizar esta transición del Libor. El sector público está llevando a cabo una importante labor para facilitar la transición del Libor y su trabajo está siendo determinante como impulsores de la transición.

La hoja de ruta trazada en la transición del Libor sigue las directrices marcadas por los bancos centrales y las recomendaciones de grupos de la industria, y las transforma en hitos concretos de mercado (curvas de descuento en las cámaras de compensación, protocolo de derivados, acuerdos bilaterales, etc.). Por la relevancia de la actividad que realizan, las entidades financieras tienen un papel dinamizador en la reforma de los índices como agentes que posibilitan el cambio.

---

20 Responsable global de Relaciones con Supervisores y Reguladores, vicepresidenta ejecutiva sénior a nivel de grupo, Banco Santander.

### Transición del Libor: contexto regulatorio y supervisor

- Desde 2015, los bancos centrales y reguladores de varias jurisdicciones importantes han constituido grupos de trabajo para encontrar e implantar índices sustitutos adecuados de los actuales IBOR (Interbank Offered Rates), como el Eonia (Euro Overnight Index Average) y los Libor (London Interbank Offered Rates).
- El 27 de julio de 2017, el director ejecutivo del regulador británico, la Financial Conduct Authority (FCA), que supervisa el Libor, declaró públicamente que no promovería ni obligaría a la publicación por parte de las entidades financieras que forman parte del panel del Libor de la información relativa a dicha tasa de referencia más allá de finales de 2021.
- En octubre de 2020, la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) lanzó el protocolo de índices sustitutos (en adelante *fallbacks*) para IBOR, que entró en vigor el 25 de enero de 2021 y proporcionó a los participantes del mercado de derivados nuevos *fallbacks* del Libor para contratos de derivados vigentes y para nuevos contratos. Banco Santander, S. A. y varias filiales del grupo se han adherido al mencionado protocolo.
- En diciembre de 2020, la ICE Benchmark Administration (IBA), entidad regulada por la FCA y administrador autorizado del Libor, anunció su intención de cesar la publicación de los plazos del Libor USD de 1 semana y 2 meses para finales de 2021, mientras que el resto de plazos (plazo a 1 día y plazos a 1, 3, 6 y 12 meses) cesarán en junio de 2023.
- En diciembre de 2020, la Unión Europea (UE) aprobó nuevas normas por las que se modifica el Reglamento de índices de referencia de la UE (BMR, por sus siglas en inglés). El objetivo de estas modificaciones del Reglamento de índices de referencia es garantizar que los reguladores puedan establecer legalmente un índice de sustitución antes de que un índice de importancia sistémica deje de utilizarse y, de este modo, proteger la estabilidad financiera de los mercados de la UE. A este respecto, en junio de 2021, se publicó un escrito desde las asociaciones europeas de entidades financieras (European Banking Federation (EBF), European Association of Co-operative Banks (EACB)) instando a la Comisión Europea a tener una visión amplia de la relevancia global de la discontinuación del Libor y proponiendo una solución global para las monedas y plazos del Libor, alineada con las recomendaciones y soluciones adoptadas por los grupos de trabajo del Reino Unido, Estados Unidos y por autoridades competentes y bancos centrales de otros terceros países.
- El pasado 5 de marzo de 2021, la FCA anunció oficialmente el cese de la publicación del Libor, tras analizar los resultados de la consulta pública realizada por el administrador del índice —IBA— en diciembre de 2020.

En todo caso, la preparación global de todos los participantes de la industria es vital y tanto entidades financieras como no financieras se enfrentan a diferentes retos.

## 5.1 Retos de la transición

<p><b>1. Diversidad de alternativas entre jurisdicciones:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Se han identificado 5 índices libres de riesgos (€STR, SARON, SOFR, SONIA, y TONA) para cada una de las divisas del Libor con diferentes alternativas de transición.</li><li>– Son índices a 1 día (<i>overnight</i>) y retrospectivos (<i>backward looking</i>). SARON y SOFR están basados en operaciones <i>garantizadas</i>, lo que los diferencia todavía más de los Libor.</li><li>– El Libor es un índice prospectivo (<i>forward looking</i>) e incluye un <i>spread</i> de crédito. Para evitar esta diferencia en determinación del tipo a plazos y el <i>spread</i> de crédito, se ha definido una metodología de ajuste entre el Libor y los índices libres de riesgo.</li><li>– Escrutinio y demandas regulatorias de diferentes jurisdicciones.</li></ul>	<p><b>3. Necesidad de curva de plazos</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Está previsto que existan curvas de plazos para todos los índices libres de riesgos menos el SARON. SONIA ya tiene un <i>term rate forward looking</i> desde enero de 2021 y SOFR lo tendrá probablemente en 2021. En el caso del €STR, está previsto para finales de 2021 o principios de 2022.</li></ul>
<p><b>2. Desarrollo del mercado basado en índices libres de riesgo (RFR):</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Es crítico que exista liquidez en los mercados de derivados de los tipos RFR para consolidar su uso en términos de productos y el desarrollo de la curva a plazos.</li><li>– Los productos financieros necesitan soluciones homogéneas y globales.</li></ul>	<p><b>4. Incorporación y definición de <i>fallbacks</i> que cubran el cese del Libor en productos de financiación.</b></p> <p><b>5. Solución para los contratos de difícil negociación o <i>tough legacy</i>.</b></p> <p><b>6. Necesidad de desarrollar soluciones legislativas: <i>statutory replacement rate</i>/cambio metodológico en el Libor (sintético).</b></p> <p><b>7. Realizar una adecuada gestión de riesgos y de los aspectos financieros, contables (valoración/coberturas), legales y de conducta.</b></p>
	<p><b>8. Comunicación a clientes:</b></p> <ul style="list-style-type: none"><li>– Explicación transparente de la reforma.</li><li>– Renegociación de contratos en caso de que sea necesario.</li></ul>

En vista de los retos mencionados, cabe destacar que una transición ordenada del Libor implica dar al mercado alternativas no disruptivas, que deben atender al carácter internacional de las transacciones que se realizan, sean de financiación, cobertura o emisiones de deuda.

Desde el punto de vista de la preparación para la transición, las autoridades han requerido a los bancos que tengan una planificación y un gobierno adecuados a la exposición que tienen al Libor. En este contexto, los bancos se están preparando con el objetivo de que la transición sea sencilla para nuestros negocios y clientes. Para

controlar los riesgos y atender los diferentes retos que genera la transición, Banco Santander lanzó en 2019 el programa IBOR Transition Programme.

En este momento de la transición del Libor y por su carácter global, es más importante que nunca incidir en que los participantes de mercado y clientes deben prepararse para un cambio inminente. Para esta preparación se han publicado guías, recomendaciones de grupos de trabajo y también directrices precisas sobre restricciones progresivas al uso del Libor. La utilidad de todas estas referencias es muy valiosa y viene a responder diferentes cuestiones enfocadas a comprender la dimensión de la reforma del Libor, las implicaciones y los riesgos inherentes de no reducir la exposición a este índice.

## 5.2 Cómo prepararse

### 1. Comprender la dimensión de la reforma y los riesgos inherentes a la transición:

- Cuantificar y monitorizar las exposiciones al IBOR.
- Entender cómo afecta a los contratos vigentes y cómo deben documentarse los nuevos. Valorar la necesidad de solicitar información a asesores.
- Entender cómo afecta a la infraestructura que soporta los procesos del negocio.
- Evaluar cómo afectan los desarrollos del mercado (cámaras de compensación, publicación de *spreads*, etc.).
- Evaluar los riesgos y posibles impactos contables, legales, de negocio, operacionales, prudenciales y de conducta asociados con la transición en diferentes escenarios.
- Considerar las obligaciones regulatorias y las recomendaciones de la industria.

### 2. Activamente reducir dependencia del Libor:

- Planificar las acciones a implantar.
- Definir escenarios y una hoja de ruta para la transición de productos *legacy*.
- Usar de modo proactivo los RFR que sustituyen al Libor.
- Considerar la necesidad de realizar la transición al operar con productos con vencimiento posterior a 2021.
- Reducir la exposición al Libor y no sobreestimar el impacto de las medidas regulatorias en relación con el cese de comercialización de productos financieros.
- Comunicarse con clientes y *stakeholders*.

### 5.3 Conclusiones

- Es fundamental garantizar que la transición del Libor a índices libres de riesgo suceda de forma no disruptiva. En este sentido, la construcción y publicación de tasas prospectivas a plazo basadas en mercados de derivados líquidos es clave para completar la transición, en especial en la financiación minorista o de mercados emergentes.
- El mercado marca el tempo de la reforma, la velocidad de transición a los índices libres de riesgo aumentará con la finalización de los hitos de mercado del último semestre de 2021 y la existencia de alternativas que recogen las diferentes casuísticas de los negocios y productos financieros.
- El Protocolo de ISDA supone una reducción del riesgo de incertidumbre contractual de los derivados que constituyen, de forma amplia, la mayor exposición al Libor del mercado. Es importante para el éxito de la reforma que se adopte este estándar.
- Los casos de uso relacionados con productos al contado han sido ampliamente analizados y las cláusulas de reemplazo son una herramienta para evitar situaciones disruptivas que pueden complicar la transición del Libor. La financiación es una actividad vital para la economía global y, por tanto, necesita soluciones globales y al mismo tiempo precisas para el segmento de negocio minorista y de financiación de la actividad internacional.
- El apoyo oficial de las autoridades y reguladores es clave para incentivar la participación del mercado. Las autoridades y el mercado deben analizar posibles alternativas para aumentar la solidez contractual y evaluar la necesidad de proporcionar un marco legal a fin de reducir posibles contingencias con efectos en la estabilidad financiera.
- Los bancos tienen un importante papel dinamizador en las reformas. Este papel deben ejercerlo entendiendo las necesidades y la preparación de los participantes del mercado y en especial de sus clientes, adaptándose a su grado de sofisticación y recursos, a los negocios que realizan y a su capacidad de preparación.
- Todos los sectores deben prepararse de acuerdo con la importancia estratégica de su exposición al Libor. Conocer y entender la reforma es fundamental para analizar cómo afecta a sus procesos y a los negocios donde operan.
- Banco Santander considera un eje básico de su aproximación a la reforma de los índices el grado de preparación y las dificultades que sus clientes pueden tener según avanza la ya claramente anunciada desaparición del Libor.



## 6 Transición del Libor: perspectiva de las entidades no financieras

Arturo Polo<sup>21</sup>

La reforma de los índices de referencia Libor puede ser uno de los hitos en los mercados financieros más importante de los últimos años. Es una reforma que afecta tanto a las contrapartidas financieras como a las no financieras. Constituye un reto notable que abarca muchos niveles dentro de las organizaciones, por nombrar algunos: *front office*, *middle office*, contabilidad, *back office*, sistemas o legal, entre otros.

Las contrapartidas no financieras tienen un reto adicional, debido a que esta reforma afecta tanto a los derivados financieros como a las posiciones de deuda subyacente que estos últimos cubren. Por ello, las entidades se tienen que asegurar de que tanto el subyacente como el derivado de cobertura cambien al mismo índice para evitar problemas de contabilidad de cobertura. Asimismo, es preciso identificar las exposiciones tanto brutas como netas en las posiciones de derivados, así como los subyacentes afectados.

Todos estos cambios han de ser documentados correctamente y, para ello, se han puesto a disposición de los usuarios dos maneras para realizarlo. La primera de ellas es la adhesión al Protocolo de ISDA y a su Suplemento. Alternativamente, se pueden formalizar contratos bilaterales entre las contrapartidas, contratos que, por cierto, la propia ISDA pone a disposición de los usuarios. La adhesión al Protocolo es la manera más rápida, sencilla y automática para realizar estos cambios, pero es una opción muy rígida y muchos usuarios pueden preferir la opción de los contratos bilaterales, que, aunque ardua en el proceso de elaboración y negociación, permite algo más de flexibilidad a la hora de contemplar en los contratos las especificaciones que pueda requerir cada empresa.

A nivel de los sistemas y procesos de las compañías, todos han de ser adaptados para reflejar las nuevas formas de cálculo de los índices libre de riesgo (los *risk free rates*), cuya aplicación es más compleja y afecta también al *back office*. Ello se debe a que los cálculos se realizan *in arrears* y con composición diaria, lo que conlleva que no se va a conocer el flujo de pago hasta una fecha cercana al pago.

Esta reforma afecta a varias jurisdicciones y con fechas diferentes, por lo que los usuarios han de estar muy atentos a cualquier cambio en las normas.

En definitiva, esta reforma, y el hecho de que el índice de referencia más utilizado pronto dejará de ser utilizable, exige que los usuarios definan una estrategia coordinada a nivel transversal en su organización, con especial énfasis en los aspectos e impactos jurídicos que conlleva.

---

21 Director de Derivados, Telefónica.



## 7 Gestión de riesgos y tipos libres de riesgo: la contribución de las ECC a una transición satisfactoria

Rafael Plata<sup>22</sup>

### 7.1 Las ECC y su vínculo con la reforma del Libor

Las entidades de contrapartida central (ECC, por sus siglas en inglés) son infraestructuras del mercado financiero que garantizan el cumplimiento de las transacciones entre compradores y vendedores (es decir, las contrapartes) de instrumentos financieros (por ejemplo, acciones, bonos y derivados) negociados en lugares de negociación (por ejemplo, una bolsa de valores) o bilateralmente entre bancos (*over the counter* u OTC) a través de un proceso denominado compensación. Actualmente, existen 19 miembros de la asociación europea de ECC (European Association of Clearing Houses, EACH) que brindan servicios a sus usuarios<sup>23</sup>.

Por lo tanto, una ECC se ha diseñado para garantizar la ejecución de las operaciones, incluso ante la ocurrencia de eventos extremos pero plausibles. Dado que las ECC garantizan el buen fin de las operaciones vinculadas al Libor y otros índices incluidos en la reforma de los índices de referencia hacia índices de tipos libres de riesgo, la garantía de una buena transición a estos tipos libres de riesgo les interesa a las ECC y a sus usuarios. Por lo tanto, una transición fluida a índices que sean verdaderos representantes de su mercado subyacente contribuiría a una gestión fluida del riesgo de las ECC en beneficio de un mercado financiero estable.

### 7.2 Las funciones de una ECC

En relación con la importante función de la garantía comercial, una ECC beneficia al mercado al brindar:

– **Eficiencia**

- **Para los usuarios:** una ECC reduce las obligaciones entre contrapartes neteando las posiciones de compensación, reduciendo el número de liquidaciones y las necesidades de financiación de las contrapartes.
- **Para el mercado/la economía real:** mediante el neteo y la provisión de compensaciones, una ECC reduce el volumen de riesgo en el mercado y optimiza el uso de los recursos de financiación.

---

22 Secretario general, EACH.

23 Consulte: <https://www.eachccp.eu/members/>

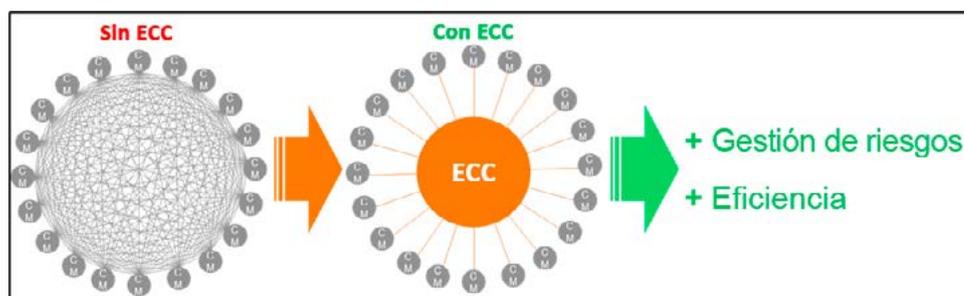
## – Gestión de riesgos

- **Para los usuarios:** una ECC gestiona de forma independiente y continua el riesgo de las contrapartes y garantiza que haya suficientes recursos disponibles para hacer frente a eventos de mercado extremos pero plausibles (por ejemplo, el incumplimiento de grandes miembros compensadores —que suelen incluir bancos—).
- **Para el mercado/la economía real:** una ECC limita el impacto de los eventos de estrés y reduce el riesgo de tales eventos en el mercado relevante y el sistema financiero en general. Las ECC reducen la posibilidad de que el colapso de una institución financiera dé directamente lugar a pérdidas financieras para otros miembros compensadores u otros participantes en el mercado, incluidos los clientes de los miembros compensadores que, en muchos casos, son participantes de la economía real.

Las ECC deben asegurarse de que disponen de los recursos adecuados para avalar la posición de cada miembro compensador en el caso de que este incumpla y no pueda cumplir con las obligaciones de sus posiciones. Estos recursos son aportados por la ECC y por los miembros compensadores e, indirectamente, por los clientes de los miembros compensadores. Los recursos deben estar equilibrados de manera que garanticen que aquellos que asumen riesgos en el mercado faciliten fondos suficientes para avalar esas posiciones y brindar incentivos para que la ECC realice una gestión de riesgos adecuada. Estos recursos ascienden actualmente a unos 300.000 millones de euros<sup>24</sup>.

### Los beneficios de una ECC

GRÁFICO 7.1



### 7.3 Labor realizada hasta la fecha sobre la reforma de los índices de referencia

Desde hace varios años, las ECC han estado colaborando con los participantes del mercado para garantizar una transición ordenada y fluida hacia tipos libres de riesgo. En 2020, se produjo un paso importante cuando, a raíz de la solicitud del grupo de trabajo del BCE sobre tasas libres de riesgo del euro<sup>25</sup>, las ECC europeas se coordinaron para garantizar que todas eligieran la misma tasa de descuento, pasando del Eonia al €STR. Este trabajo fue coordinado por el grupo de trabajo de tasas

24 Basado en la divulgación pública cuantitativa de ECC publicada en <https://www.eachccp.eu/cpmi-iosco-public-quantitative-disclosure/>

25 Consulte: [https://www.ecb.europa.eu/paym/interest\\_rate\\_benchmarks/WG\\_euro\\_risk-free\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/paym/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html)

libres de riesgo del euros de la EACH, presidida por Nathan Appel (Eurex Clearing) y Mónica Blanco (BME Clearing). Después de un ligero retraso según lo solicitado por los usuarios, las ECC europeas realizaron una transición satisfactoria del Eonia al €STR el 27 de julio de 2020. Esto significó que las ECC dejaron de utilizar Eonia como índice de referencia, mientras que el índice de referencia todavía existía y algunos contratos heredados vinculados a él estaban activos y tenían que ser gestionados por las ECC.

Gestión de riesgos y tipos libres de riesgo: la contribución de las ECC a una transición satisfactoria

Un cambio similar de dólares a SOFR tuvo lugar el 16 de octubre de 2020.

Además de un 2020 de gran éxito, el enfoque del año 2021 es doble: conversión contractual del Eonia al €STR y conversión contractual del Libor en distintas monedas a diferentes tasas libres de riesgo. Todos estos eventos se han programado para el segundo semestre de 2021 (véase cuadro 7.1).

#### Pasos de la reforma de los índices de referencia durante el año 2021

CUADRO 7.1

16 de octubre	3 y 4 de diciembre	17 y 18 de diciembre	31 de diciembre
	Conversión contractual		
Conversión contractual Eonia → €STR	Libor (CHF, EUR y JPY) → SARON/€STR/TONAR	Conversión contractual Libor (GBP) → SONIA	Cese del Eonia y Libor (CHF, EUR, GBP y JPY)

La transición final del Libor (USD) a tipos libres de riesgo se ha programado para junio de 2023.

#### 7.4 Hitos futuros para las ECC en su transición hacia tipos libres de riesgo

Teniendo en cuenta el desafiante programa de transición para el año 2021, las ECC afectadas por estas transiciones han desarrollado una intensa gestión de proyectos que incluye consultas y pruebas con los usuarios.

Una gran cantidad de consultas de usuarios relacionadas con la transición ya ha tenido lugar durante la última parte de 2020 y la primera parte de 2021. El objetivo de estas consultas y pruebas ha sido maximizar el éxito en la transición al Libor y, con suerte, minimizar el uso de alternativas como lo describe la International Swaps and Derivatives Association (ISDA<sup>26</sup>) en sus suplementos relativos a las definiciones de ISDA de 2006 publicadas el 21 de enero de 2021.

Las ECC ya han comenzado a realizar pruebas con los participantes del mercado para garantizar que los problemas que puedan ocurrir durante la fecha de conversión se identifican con la mayor antelación posible.

En los próximos meses, y especialmente en torno a las fechas de transición del cuarto trimestre de 2021, las ECC considerarán, entre otras, las siguientes áreas:

- **Gestión operativa:** las interfaces técnicas de las ECC y los miembros compensadores se están adaptando para ajustarse a los nuevos contratos. Las ECC también elegirán formas de ejecutar operativamente esta conversión.

26 Consulte: <https://www.isda.org/book/supplements-to-the-2006-isd-definitions/>

- **Gestión legal:** en general, las ECC han revisado sus reglas de compensación para, entre otras, consultar el suplemento de alternativas de ISDA IBOR. Cuando lleguen las fechas de conversión, las ECC deberán reflejar la conversión de las operaciones de forma legal (por ejemplo, una enmienda a la operación correspondiente).
- **Equivalencia económica:** las ECC han diseñado protocolos para garantizar la equivalencia económica de las operaciones modificadas con las originales.

## 7.5 Conclusión

La transición a tipos libres de riesgo que reflejan el valor real del subyacente es posiblemente el mayor cambio en los mercados de capitales europeos desde la introducción del euro en 1999. Afecta a una amplia gama de actividades económicas como hipotecas, préstamos y transacciones financieras. Las ECC se comprometen plenamente a garantizar una transición ordenada y sin problemas en beneficio de la gestión de riesgos y la eficiencia que brindan a sus usuarios. Se han diseñado planes y se han realizado pruebas y consultas para contribuir a una transición exitosa.

Es fundamental que todos los usuarios de las ECC, ya sean directos o indirectos, miembros compensadores o clientes finales, sean plenamente conscientes de los próximos cambios y se preparen lo antes posible. Las ECC están preparadas para ir de la mano de sus participantes en el mercado con el fin de garantizar un proceso satisfactorio.

## Información acerca de las ECC

- **LCH:** <https://www.lch.com/Services/swapclear/benchmark-reform>
- **Eurex Clearing:** <https://www.eurex.com/ec-en/find/circulars/Eurex-Clearing-Readiness-Newsflash-EurexOTC-Clear-Transition-plan-for-transactions-referencing-CHF-GBP-and-JPY-LIBOR-to-risk-free-rates-RfR-Timeline-and-further-details-2659222>
- **ICE Clear Europe:** [https://www.theice.com/publicdocs/futures/IFEU\\_LIBOR\\_Transition\\_Fallback\\_Proposal.pdf](https://www.theice.com/publicdocs/futures/IFEU_LIBOR_Transition_Fallback_Proposal.pdf)

## 8 Impactos contables derivados de la transición

Asís Velilla<sup>27</sup>

La reforma de los tipos de interés IBOR (tipos de interés interbancarios como, por ejemplo, el Euribor o el Libor) en los nuevos RFR (*Risk Free Rates* o tipos de interés casi libres de riesgo) hubiera podido tener numerosos impactos en los estados financieros de las entidades. Por esta razón el regulador contable IASB (International Accounting Standards Board), emisor de la Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), inició un proyecto de urgencia para atajar los principales problemas que hubieran surgido a la hora de aplicar las normas generales de contabilidad a los impactos económicos derivados de dicha reforma.

El proyecto se dividió en dos fases:

- i) **Fase 1:** Abordaba los problemas que afectan a la información financiera en el periodo anterior al reemplazo de un tipo de interés IBOR por un tipo de interés RFR. Así, el 26 de septiembre de 2019 el IASB completó la Fase 1 con la publicación de «Interest Rate Benchmark Reform, Amendments to IFRS 9, IAS 39 and IFRS 7» (Reforma de los tipos de interés de referencia, modificaciones a la NIIF 9, NIC 39 y NIIF 7).
- ii) **Fase 2:** Se centró en los problemas que afectan a la información financiera cuando un tipo de interés IBOR se reemplaza por un tipo de interés RFR. En agosto de 2020 el IASB emitió la Fase 2, «Interest Rate Benchmark Reform Phase 2, Amendments to IFRS 9, IAS 39, IFRS 7, IFRS 4 and IFRS 16» (Reforma de los tipos de interés de referencia, Fase 2, modificaciones a la NIIF 9, NIC 39, NIIF 7, NIIF4 y NIIF 16).

### Fase 1

Los temas que afectan a los estados financieros en el periodo anterior al reemplazo de un tipo de interés de referencia existente, y que fueron tratados en la Fase 1 del proyecto de reforma del IASB, estaban relacionados con la modificación de determinados requisitos de la contabilidad de coberturas relativos a:

- El requerimiento de *altamente probable*.
- Reclasificación de importes registrados en Patrimonio neto a Pérdidas y ganancias.
- Test de efectividad prospectivo.

---

27 Socio, Servicios de Asesoría en Contabilidad Financiera, EY. Si bien este autor no participó en la III Conferencia, sí lo hizo en la celebrada en 2019. Se ha considerado necesario incluir este artículo sobre efectos contables para dar una visión más completa de los impactos de la reforma.

- Test de efectividad retrospectivo conforme a la NIC 39.
- Componentes de riesgo identificables por separado.

El problema fundamental que se planteaba en el periodo de tiempo anterior al reemplazo del tipo de interés IBOR por un tipo de interés RFR es que las normas generales de contabilidad exigen como requisito fundamental para aplicar la contabilidad de coberturas de transacciones previstas que la ocurrencia de estas últimas debe ser considerada como *altamente probable*. Debido a la reforma, se podría considerar que la ocurrencia de cualquier elemento cubierto que fuera una transacción futura basada en un tipo de interés IBOR a un plazo relativamente largo ya no es altamente probable debido a su potencial reemplazo por un tipo de interés RFR. Las consecuencias serían:

- i) En primer lugar, ya no se podría aplicar desde ese momento la contabilidad de coberturas.
- ii) El importe registrado previamente en Patrimonio neto por la aplicación de la cobertura de flujos de efectivo, en la medida en que el elemento cubierto ya no se espera que se produzca, se debería reclasificar en ese momento a la cuenta de pérdidas y ganancias.

Para evitar estos impactos, se introdujo una excepción en la normativa contable, de manera que las entidades deben asumir que los tipos de interés de referencia en los cuales se basan los flujos de caja cubiertos o los instrumentos de cobertura no se cambian, como resultado de la reforma de los tipos de interés IBOR, para el análisis de los siguientes aspectos:

- Si una transacción prevista (o un componente de esta) es altamente probable.
- Si existe una relación económica entre un elemento cubierto y un instrumento de cobertura (NIIF 9).
- Si se espera que una cobertura sea efectiva prospectivamente (NIC 39).
- Cuándo reclasificar a la cuenta de pérdidas y ganancias los importes registrados en la partida de patrimonio neto de las coberturas de flujos de caja.

De manera similar, la normativa contable exige que cuando se cubre un componente de riesgo, este debe ser identificable por separado y medido de forma fiable. Respecto al primer requisito —identificable por separado—, se cumple si existe una estructura de mercado y los instrumentos financieros fijan el precio teniendo en cuenta ese componente de riesgo. Por lo tanto, si se cubre el componente de riesgo de tipo de interés IBOR, por ejemplo, de un préstamo a tipo de interés fijo, podría suceder que, cuando se realice la transición desde ese tipo de interés IBOR a un nuevo tipo de interés RFR, ya no cumpla dichos requisitos y entonces se debería dejar de aplicar la contabilidad de coberturas. Para evitar ese impacto, se modifica la norma contable de manera que para analizar si los componentes de riesgo relativos a los tipos de interés IBOR son identificables por separado, dicho criterio solo se deberá analizar en el origen de la cobertura.

Adicionalmente, y respecto a la NIC 39 (la norma contable de instrumentos financieros que fue sustituida por la NIIF 9, pero que todavía se puede aplicar en relación

con la contabilidad de coberturas si una entidad así lo elige), la contabilidad de coberturas debe continuar si el test 80 %-125 % no se cumple debido a la reforma de los tipos de interés IBOR, siempre y cuando el resto de requisitos se cumplan.

Estas excepciones dejarán de aplicarse cuando la naturaleza y el momento temporal de los flujos de caja designados sean ciertos (es decir, se haya producido íntegramente la transición del tipo de interés IBOR al nuevo tipo de interés RFR).

Con relación a los desgloses requeridos por la Fase 1, se modificó la NIIF 7 requiriendo que se revele la siguiente información con respecto a las relaciones de cobertura a las que se aplica la excepción:

- Los tipos de interés IBOR significativos en los cuales se tiene exposición en las relaciones de cobertura de la entidad.
- El alcance de la exposición al riesgo que gestiona la entidad que se ve directamente afectada por la reforma de los tipos de interés IBOR.
- Cómo está gestionando la entidad el proceso de transición a los tipos de interés RFR.
- Una descripción de las asunciones o juicios significativos que la entidad hace en la aplicación de estos párrafos (por ejemplo, asunciones o juicios sobre cuándo la incertidumbre que surge de la reforma de los tipos de interés IBOR deja de estar presente con respecto al momento y el importe de los flujos de caja referenciados a tipos de interés IBOR).
- El importe nominal de los instrumentos de cobertura en dichas relaciones de cobertura.

## Fase 2

Los temas que afectan o afectarán a los estados financieros cuando un tipo de interés de referencia existente sea reemplazado, y que fueron tratados en la Fase 2 del proyecto de reforma del IASB, estaban relacionados con:

- i) Cambios en las bases para determinar los flujos de caja contractuales de activos y pasivos financieros.
- ii) Contabilidad de coberturas.

Uno de los temas fundamentales cuando se reemplaza un tipo de interés IBOR por un nuevo tipo de interés RFR es analizar si se ha producido una modificación sustancial del contrato al modificar los flujos de caja (antes basados en un tipo de interés IBOR y, posteriormente, en un tipo de interés RFR). Esta modificación se puede producir de diversas maneras:

- i) Modificando el contrato.
- ii) Activando una cláusula de *fallback* o de sustitución.

- iii) Sin modificar el contrato, se producen cambios en la metodología de cálculo del tipo de interés de referencia (por ejemplo, lo que sucedió con Eonia al modificarse su cálculo por €STR más 8,5 puntos básicos).

Los derivados se pueden modificar básicamente de las siguientes formas:

- i) Cerrando el derivado original y reemplazándolo por un nuevo derivado con la misma contraparte y condiciones similares (salvo la referencia a RFR).
- ii) Combinando el derivado actual con un nuevo *basis swap* (IBOR por RFR).

En el caso de instrumentos financieros no derivados, con las normas generales de contabilidad habría que analizar si se ha producido una modificación sustancial. Si la respuesta es positiva, entonces se debería dar de baja el instrumento financiero original y reconocer el nuevo instrumento financiero a su valor razonable, reconociendo la diferencia en la cuenta de pérdidas y ganancias. Si la modificación no fuera sustancial, entonces se deberían descontar los nuevos flujos de caja con el TIE (tipo de interés efectivo o tasa interna de retorno) original, reconociendo la diferencia entre dicho importe y su coste amortizado en la cuenta de pérdidas y ganancias. Por lo tanto, sería de esperar en cualquier caso un impacto en la cuenta de resultados.

Para evitar este impacto, se ha introducido una excepción por la cual se ajusta el TIE del instrumento financiero (no hay impacto inmediato en la cuenta de pérdidas y ganancias, sino que el efecto sería prospectivo vía TIE —como si fuera un instrumento financiero a tipo de interés variable cuando se recalcula dicho tipo de interés—) si se cumple que:

- Los cambios en los flujos de caja se deben a la reforma.
- Los flujos de caja anteriores y posteriores son económicamente equivalentes.

Respecto a la contabilidad de coberturas, se permiten las siguientes excepciones:

- i) Cambios en la documentación de cobertura: al cambiar los elementos cubiertos, riesgos cubiertos o instrumentos de cobertura, se permite adaptar la documentación inicial de la cobertura sin discontinuarla.
- ii) Excepción temporal sobre el requisito para componentes de riesgo de tener que ser identificables por separado. Como se ha comentado en la Fase 1, los componentes de riesgo deben cumplir con el requisito de ser identificables por separado. En este caso, se permite que el componente de riesgo sea identificable por separado durante los próximos dos años (para permitir designar coberturas sobre los nuevos tipos de interés RFR).

Para aplicar las excepciones, se debe cumplir lo siguiente:

- Los cambios deben ser requeridos por la reforma.
- Los flujos de caja antes y después deben ser económicamente equivalentes.
- No se deben dar de baja los instrumentos de cobertura.

Las excepciones se pueden aplicar varias veces: por ejemplo, una primera vez al modificar el instrumento de cobertura y una segunda vez al modificar el elemento cubierto.

Con relación a los desgloses requeridos por la Fase 2, se modificó la NIIF 7 con la intención de que los usuarios de los estados financieros pudieran comprender el efecto de la reforma de los tipos de interés IBOR sobre los instrumentos financieros y la estrategia de gestión de riesgos de la entidad. Como resultado, las entidades deben revelar información sobre:

- La naturaleza y alcance de los riesgos a los que está expuesta la entidad, derivados de los instrumentos financieros sujetos a la reforma de los tipos de interés IBOR y cómo la entidad gestiona esos riesgos.
- Su progreso en completar la transición a los tipos de interés RFR, y cómo la entidad está gestionando esa transición.

Para cumplir con estos dos objetivos, se debe desglosar la siguiente información:

- Cómo la entidad está gestionando la transición a los tipos de interés RFR, su progreso en la fecha del informe y los riesgos a los que está expuesta derivados de los instrumentos financieros debido a la transición.
- Información cuantitativa sobre instrumentos financieros que aún no han migrado a un tipo de interés RFR al final del periodo sobre el que se informa, desagregada por tipos de interés IBOR significativos sujetos a la reforma de los tipos de interés de referencia, mostrando por separado:
  - Activos financieros no derivados.
  - Pasivos financieros no derivados.
  - Derivados.
- Si los riesgos descritos en el primer objetivo anterior han dado lugar a cambios en la estrategia de gestión de riesgos de la entidad, una descripción de esos cambios.

## Conclusión

La reforma de los tipos de interés IBOR en los nuevos RFR hubiera dado lugar a numerosos impactos contables en los estados financieros de las entidades como consecuencia de la aplicación de las normas generales de contabilidad a los impactos económicos derivados de ella. Por esta razón, el regulador contable ha introducido algunas modificaciones con el fin de proporcionar ciertas excepciones y minimizar dicho impacto contable. No obstante, es imprescindible entender bien las excepciones introducidas en las normas contables para evitar sorpresas e impactos no deseados ni previstos.



## Parte II

### Uso del €STR y solidez de los contratos Euribor



# Construyendo mercados líquidos y robustos en torno al €STR

## 9 La reforma de los índices de referencia del euro: la transición del Eonia al €STR

Pablo Lago Perezagua<sup>28</sup>

Tras la crisis financiera mundial iniciada en 2007, la notable disminución del volumen negociado en operaciones sin garantizar provocó una pérdida de representatividad del tipo Eonia. Por otro lado, los casos de manipulación de algunos de los principales índices de referencia, como el Libor, y las sanciones impuestas por las autoridades hicieron que un número elevado de entidades dejara de contribuir voluntariamente a dichos índices. En el caso europeo, la caída en las contribuciones voluntarias repercutió tanto en el Euribor como en el Eonia. La fragilidad de unos índices contruidos sobre aportaciones voluntarias de entidades de crédito y, en el caso del Euribor, sobre cotizaciones en lugar de transacciones reales pusieron de manifiesto la necesidad de una normativa uniforme que recogiera la obligatoriedad de contar con una metodología más rigurosa y basada mayoritariamente en operaciones efectivamente negociadas.

Hasta entonces, el tipo Eonia había sido una referencia implícita para la política monetaria del Banco Central Europeo (BCE), que permitía calibrar el impacto de las decisiones del Consejo de Gobierno relativas a cambios en el tipo oficial. La importancia de este índice también radicaba en el gran volumen de contratos financieros que lo utilizaban como referencia. Para hacer frente a la caída de volumen y de entidades que contribuían al Eonia, el BCE decidió proveer al mercado de un nuevo tipo de interés de referencia que sirviera de respaldo para el mercado monetario a corto plazo en euros. Con esta intención, en septiembre de 2017, anunció la creación del €STR, bajo su administración.

Paralelamente, varios organismos a nivel europeo crearon un grupo de trabajo<sup>29</sup> dirigido a la identificación y recomendación de tipos de interés libres de riesgo para la zona euro que pudieran servir como alternativa a los *benchmarks* usados hasta entonces en múltiples instrumentos y contratos. A su vez, este grupo tenía encomendada la creación de un plan de transición para los contratos nuevos y los vigentes hacia tipos de interés libres de riesgo. El grupo recomendó el uso del €STR como

---

28 Responsable, Mesa de Operaciones y Gestión de Liquidez, Banco de España. Este artículo es un resumen de Álvarez, I. y Lago, P. (2020). «Los tipos de interés libres de riesgo del euro: la transición del eonia al €STR». Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 38, pp. 131-156. Consulte: [https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/20/mayo/es/Tipos\\_interes.pdf](https://www.bde.es/f/webbde/GAP/Secciones/Publicaciones/InformesBoletinesRevistas/RevistaEstabilidadFinanciera/20/mayo/es/Tipos_interes.pdf)

29 Working Group on Euro Risk-Free Rates.

tipo de interés libre de riesgo de la zona euro y desde entonces sus esfuerzos se enfocaron en planificar una transición ordenada del tipo Eonia hacia el €STR.

En junio de 2016, el *Diario Oficial de la Unión Europea* publicaba el Reglamento (UE) 2016/1011 sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos y contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión, de aplicación a partir del 1 de enero de 2018. El propósito de esta regulación era garantizar la fiabilidad de los índices de referencia y minimizar los conflictos de interés en su proceso de fijación dentro de la Unión Europea.

Dado que ni el Eonia ni el Euribor cumplían los requerimientos de la nueva normativa, se emprendió una reforma para tratar de ajustarlos a los nuevos requisitos. En el caso del Euribor, se optó por modificar su metodología de cálculo para adaptarla al reglamento y su administrador, European Money Market Institute (EMMI), consiguió la aprobación de la autoridad belga de mercados y servicios financieros en julio de 2019. Ante la imposibilidad de seguir el mismo camino, dado el escaso volumen de transacciones registradas en el mercado interbancario sin garantía a 1 día, se decidió finalizar la producción del Eonia y sustituirlo por un nuevo tipo de interés de referencia más representativo basado en operaciones de depósito, el €STR. Se estableció un periodo de transición en el que ambos índices convivirían, al tiempo que se modificaba la metodología de cálculo del Eonia para que cumpliera con los requerimientos del reglamento durante dicho periodo.

Tras la evaluación de diferentes opciones, el BCE decidió que el €STR fuera un tipo de interés de depósito no garantizado que reflejara el coste de financiación en el mercado mayorista del euro. Las operaciones tienen plazo de 1 día y son contratadas, en condiciones de mercado, por los bancos incluidos en el panel de MMSR<sup>30</sup> con sus contrapartidas financieras. En concreto, son aquellas operaciones de captación de depósito efectuadas con entidades de crédito, fondos del mercado monetario, fondos de inversión, instituciones financieras de ámbito limitado y prestamistas de dinero, compañías de seguros, fondos de pensiones y otras corporaciones financieras.

A finales de junio de 2018, el BCE hizo pública la metodología para calcular el €STR<sup>31</sup>. El índice se publica a las 08:00 h todos los días hábiles del calendario TARGET2. Para considerar válido el índice, cada día deben cumplirse algunos criterios mínimos de actividad en el mercado. En particular, el número de bancos contribuidores debe ser igual o superior a 20 y el volumen de los 5 mayores contribuidores no debe ser superior al 75 % del valor de las operaciones que forman parte del cálculo diario. En caso de que alguno de estos criterios mínimos no se cumpla un día determinado, se aplicarán métodos de contingencia, que básicamente consisten en calcular la media ponderada por volumen entre los tipos de interés de ese día y del inmediatamente anterior, haciendo el ajuste oportuno en caso de que el tipo oficial hubiese variado entre ambos días. Por otro lado, en caso de que el BCE, como agente de cálculo, detectase errores que hagan variar el índice en más de 2 puntos básicos, se procedería a publicar un nuevo índice antes de las 09:00 h del mismo día.

Aunque el BCE es el administrador del €STR y el responsable de su publicación, los bancos centrales del Eurosistema son el contacto principal con sus contrapartidas dentro del proceso de elaboración diaria del índice, fundamentalmente en la fase de

---

30 Money Markets Statistical Reporting.

31 Banco Central Europeo (2021). «The euro short-term rate (€STR) methodology and policies». Marzo.

verificación de los datos suministrados por las entidades. Utilizando la infraestructura creada para MMSR, los bancos centrales que no han delegado en el BCE esa competencia se encargan de la recogida diaria de los datos y, a su vez, los transmiten al BCE. En una segunda fase de depuración de la información, todos los bancos centrales con entidades informantes en sus jurisdicciones se encargan de verificar la exactitud de los datos recibidos.

Una de las diferencias fundamentales entre el tipo €STR y el antiguo tipo Eonia radica en que el primero representa el tipo de interés de las operaciones de captación de depósitos, mientras que el segundo era un tipo de préstamo de fondos en el mercado interbancario, sin garantía en ambos casos. Por otro lado, todas las operaciones consideradas para el cálculo del Eonia pertenecían al mercado interbancario, mientras que el €STR incluye además transacciones contratadas entre los agentes obligados a informar y las contrapartidas financieras del mercado mayorista. Como se ha mencionado, las entidades que contribuían al Eonia lo hacían de forma voluntaria, mientras que las participantes en el €STR están obligadas por el Reglamento de estadísticas del mercado monetario.

Finalmente, otra de las diferencias radica en que el tipo Eonia lo publicaba EMMI todos los días al cierre de operaciones, tomando en cuenta las transacciones contratadas ese mismo día, mientras que el BCE, como administrador del €STR, lo publica diariamente a las 08:00 h, considerando las transacciones elegibles del día hábil anterior.

Con idea de explorar las posibles vías para la transición del Eonia al €STR, el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro realizó un estudio entre los participantes de mercado, de cuyas respuestas recibidas se desprendería una preferencia por restringir el uso del Eonia hasta su desaparición definitiva, el 3 de enero de 2022. Además, y tras una consulta pública, en marzo de 2019, el WG RFR recomendó que EMMI, como administrador del Eonia, modificarse la metodología de cálculo durante el periodo de transición, de tal manera que pasara a ser el €STR más un diferencial. Como respuesta EMMI anunció que comenzaría a utilizar la metodología recomendada por el WG RFR a partir de la primera publicación del €STR, a principios de octubre de 2019. De esta forma, el €STR y el Eonia recalibrado conforme a la nueva metodología coexistirán en el periodo transitorio. Esto permitirá a aquellos usuarios que tengan contratos referenciados al Eonia vigentes más allá del 31 de diciembre de 2021 adaptar sus sistemas al €STR, tanto desde el punto de vista operativo como desde las perspectivas legal, contable y de gestión de riesgos.

El BCE calculó el *spread* fijo para la obtención del nuevo Eonia recalibrado basándose en las recomendaciones emitidas por el WG RFR. Estas consistían en calcular la media simple de los diferenciales observados en el periodo de 1 año, desde el 17 de abril de 2018 hasta el 16 de abril de 2019, pero descartando el 15 % superior e inferior de las observaciones, con objeto de evitar valores extremos de la serie. En mayo de 2019, coincidiendo con el anuncio de EMMI sobre el cambio de metodología del Eonia, el BCE comunicó que el diferencial fijo será de 8,5 puntos básicos<sup>32</sup> (0,085 %), aplicable desde el 2 de octubre de 2019 hasta el 3 de enero de 2022. El Eonia recalibrado se publica todos los días a las 09:15 h.

---

32 Véase la nota de prensa sobre el diferencial entre €STR y Eonia publicada por el BCE el 31 de mayo de 2019.

La conveniencia de contar con unos tipos a plazo basados en el €STR que pudieran servir también de referencia en el mercado llevó al BCE a lanzar una consulta pública cuyos resultados se dieron a conocer en octubre de 2020. Sus conclusiones respaldaron la publicación de tipos compuestos a diferentes plazos, calculados tomando como base el dato diario del €STR. De esta forma, el 15 de abril de 2021 el BCE ha comenzado a publicar tipos a los plazos de 1 semana, 1 mes, 3 meses, 6 meses y 1 año. Su metodología es pública<sup>33</sup> y el cálculo se realiza como media simple del tipo €STR registrado durante los días previos a cada plazo. En terminología anglosajona, serían unos tipos *backward looking* y se publican diariamente a las 09:15 h.

Por su parte el Reglamento de Índices de Referencia (BMR) obliga a que los contratos referenciados a un *benchmark* o índice crítico, como es el caso del Euribor, cuenten con un índice de referencia alternativo. Es lo que se conoce como *fallback*. Esto es, ante la eventualidad de que el índice principal no estuviese disponible, serviría como respaldo para garantizar el buen fin del contrato en el que se incluyese dicho índice sustitutivo. Hasta este momento, no existían en la zona euro tipos a plazo significativos alternativos al Euribor. Desde abril, por tanto, cobra importancia la publicación de estos tipos compuestos calculados a los mismos plazos que el mencionado *benchmark*. Previsiblemente, se espera que el mercado desarrolle una curva a plazo que incorpore expectativas a futuro de tipos de interés basada en el €STR o *forward looking*. Sin embargo, se prevé que esto no ocurrirá hasta que exista un mercado de derivados lo suficientemente líquido y profundo.

---

33 En la web del BCE pueden consultarse las reglas de cálculo y publicación de los tipos de interés compuestos a plazo utilizando el tipo de interés a corto plazo del euro.

## 10 Perspectiva de mercado sobre el desarrollo del €STR

Sergi Castellá Quintana<sup>34</sup>

El 2 de octubre de 2019 marcó un nuevo hito en la reforma de los índices de referencia en la zona euro impulsada por el Banco Central Europeo (BCE) con la publicación del nuevo índice libre de riesgo (RFR) para el euro: el €STR. Se conseguía cumplir con uno de los objetivos del grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro (Working Group on Euro Risk Free Rates) formado por autoridades europeas y entidades financieras para identificar y recomendar índices de referencia alternativos al Euribor y al Eonia, utilizados en una gran variedad de instrumentos financieros y contratos en la zona euro.

Al mismo tiempo, se modificaba la fórmula de cálculo del Eonia, al pasar de calcularse como promedio del tipo de interés al que prestan dinero los bancos europeos, con vencimiento a 1 día, según la información reportada al European Money Markets Institute (EMMI) por un panel de 28 bancos contribuyentes, a fijarse como un diferencial de 8,5 puntos básicos sobre el €STR. *De facto*, el Eonia pasaba a ser un índice derivado a partir del nuevo RFR, el €STR.

Empezaba de esta manera el proceso de sustitución del Eonia por el €STR como nuevo tipo de referencia intradía del mercado interbancario para los nuevos contratos y daba comienzo también el proceso de remediación de los contratos vigentes. Esta conversión debe completarse antes del 3 de enero de 2022, fecha en la que el Eonia se discontinuará.

### 10.1 ¿Cómo se está produciendo el proceso de transición del Eonia al €STR?

Uno de los principales retos gira alrededor del desarrollo de un mercado de derivados líquido y robusto basado en el nuevo tipo de depósito a 1 día (€STR) aprovechando las infraestructuras existentes para el Eonia. En este sentido, pese a la temprana admisión en las entidades de contrapartida central (ECC) del €STR como índice aceptado para transacciones de derivados, el volumen solo ha empezado a crecer en los últimos meses, siendo aún un porcentaje muy reducido del volumen total de derivados basados en índices *overnight*.

Varias pueden ser las razones que permitan entender el escaso desarrollo del mercado de derivados referenciados al €STR, siendo uno de los principales argumentos que operar en Eonia, al ser este *de facto* un *tracker* del €STR, es equivalente a operar directamente en €STR. Por lo tanto, seguir operando en Eonia no implica asumir ningún riesgo de base y en la práctica de mercado se ha impuesto la comodidad que

---

34 Director gerente de Gestión de Activos y Pasivos, Tesorería y Financiación, CaixaBank.

supone seguir negociando derivados referenciados al Eonia, posponiendo de esta manera las adaptaciones operativas que requiera el €STR.

Otro aspecto relevante es que las principales ECC no realizarán la migración de los derivados ligados al Eonia al €STR hasta el fin de semana del 16 de octubre. Esta fecha se configura como clave en la transición, ya que a partir de entonces solamente podrán realizarse derivados *overnight* a través de ECC con el €STR como índice de referencia. Es previsible que esto actúe como detonante para que el resto de productos y contrapartidas con contratos también referenciados al Eonia aceleren su conversión al €STR.

Podría parecer que la transición hacia el €STR está siendo lenta, pero la realidad es que el proceso de migración a los nuevos RFR en jurisdicciones como Estados Unidos o el Reino Unido está produciéndose en forma y plazos similares.

El caso paradigmático es el Reino Unido, donde existe una recomendación explícita por parte del regulador en el sentido de no realizar nuevas transacciones referenciadas al Libor en libras esterlinas a partir del pasado mes de abril y, sin embargo, el volumen de nuevas operaciones en derivados ligadas al Libor sigue siendo elevado. Como en el caso del Eonia, la migración por parte de las ECC de todas las operaciones de Libor GBP a SONIA prevista para diciembre —solo días antes de la discontinuación del Libor GBP— se configura como clave para que el SONIA absorba todo el volumen que a día de hoy mantiene el Libor en la operativa de derivados.

El proceso aún lleva más retraso y está siendo más complicado en EE. UU., donde el SOFR se plantea como un sustituto del actual índice *overnight* (FED Funds) y del Libor en dólares estadounidenses. Esta situación ha llevado a que los reguladores pospongan el cese del Libor USD hasta junio de 2023.

## 10.2 ¿El €STR reemplazará al Euribor en los nuevos contratos?

La expectativa es que el €STR sustituya al Eonia en el mercado de productos que actualmente utilizan el tipo *overnight* como índice de referencia, pero no que reemplace al Euribor en aquellos productos y contratos que utilizan este último como referencia. Tanto reguladores como supervisores han reiterado en numerosas ocasiones durante los últimos años que el Euribor es un índice robusto y que cumple con la nueva regulación sobre *benchmarks* (BMR).

En los dos años de vida del €STR, se constata un uso limitado de este en productos que tradicionalmente se han referenciado al Euribor. En préstamos, el volumen ha sido prácticamente inexistente y en emisiones de bonos, solamente algún organismo supranacional como el Banco Europeo de Inversiones ha utilizado el €STR como índice de referencia en alguna de sus emisiones. Se trata de operaciones puntuales que por el momento no modifican la condición del Euribor como principal índice utilizado en las emisiones de bonos a tipo de interés variable (FRN).

Por otra parte, el Euribor es un índice a plazo (1 mes, 3 meses, 6 meses o 12 meses) mientras que el €STR es un índice a 1 día. Esto es especialmente relevante para productos minoristas como las hipotecas, en los que es necesario que el tipo de interés se conozca al inicio del periodo de fijación. En estos casos la utilización directa del €STR como sustituto del Euribor no sería posible. Como alternativa se han propuesto metodologías para establecer índices a plazo basados en el €STR (*forward looking*).

El desarrollo de estos índices *forward looking* basados en el €STR requiere de un mercado de derivados líquido y profundo, cuyo desarrollo llevará algún tiempo.

En cualquier caso y puesto que el Euribor —a diferencia de los tipos Libor— no tiene visos de discontinuarse, el uso del €STR se plantea como *fallback* a incluir en los nuevos contratos referenciados al Euribor siguiendo las recomendaciones formuladas por el grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro el pasado mes de mayo.

Es probable que en el caso de contrapartidas que operan en diferentes jurisdicciones (por ejemplo, grandes empresas) el proceso de adaptación al uso de los nuevos RFR tras la desaparición de los Libor conlleve un uso más frecuente de los nuevos índices y metodologías, y ello repercuta en una mayor predisposición al uso del €STR como índice de referencia en los nuevos contratos.

Como conclusión, la transición del Eonia al €STR se está produciendo de forma lenta pero segura y se convertirá en una realidad en unos plazos y forma similares a los del resto de principales jurisdicciones. Por otra parte, el Euribor es un índice robusto y que cumple con el nuevo Reglamento de índices de referencia (BMR), a diferencia de los índices Libor, cuya discontinuación está previsto que se produzca en los próximos meses y años. Esto hace pensar que el uso del Euribor va a seguir siendo elevado y que el desarrollo de los nuevos índices basados en el €STR permitirá que estos últimos sean incorporados como *fallbacks* en los nuevos contratos, lo cual redundará en una mayor solidez de dichos contratos referenciados al Euribor.



# Euribor: solidez de contratos y tasas de respaldo basadas en el €STR

## 11 Euribor, una referencia fiable durante más de 20 años

Jean-Louis Schirmann<sup>35</sup>

En 2016, la Comisión Europea declaró el Euribor como un índice de referencia crítico. Con este nivel de importancia en mente, el European Money Markets Institute (EMMI, administrador del Euribor) ha reformado en profundidad el índice de referencia para lograr su cumplimiento con el Reglamento de la Unión Europea sobre índices de referencia (BMR, por sus siglas en inglés).

### 11.1 Gobernanza: uno de los pilares fundamentales de la reforma

El marco de gobernanza del Euribor se ha reforzado considerablemente en los últimos años para mejorar la transparencia y la integridad del índice de referencia. Se han establecido mecanismos efectivos de control y supervisión para la provisión del Euribor. El índice de referencia se beneficia ahora, entre otros, de un sólido código de conducta de gobernanza, un código de obligaciones específico de los bancos del panel y un código de obligaciones del agente de cálculo. Además, estos códigos están avalados por un amplio conjunto de políticas y procedimientos.

Con el **código de conducta de gobernanza del Euribor**, el EMMI ha elaborado un marco para la gestión de conflictos de intereses, entre otros con el establecimiento de un comité de conflictos de intereses independiente. También se ha desarrollado todo un marco de control para gestionar riesgos operacionales, atender planes de continuidad del negocio y recuperación ante desastres, procedimientos de contingencias, etc. Paralelamente, también se ha implementado un marco de rendición de cuentas que cubre, entre otros, quejas, denuncias o mantenimiento de registros. Finalmente, la transparencia también ocupa un lugar central, con la publicación de informes públicos o la organización de consultas de mercado, en concreto, cuando se contemplan cambios sustanciales en el Euribor.

En cuanto a los contribuidores a la determinación del Euribor —los bancos del panel— el **código de obligaciones de los bancos del panel** (COPB, por sus siglas en inglés) estipula sus obligaciones generales y cubre aspectos como la documentación relevante que se debe facilitar y la cooperación con las respectivas autoridades supervisoras. El COPB también se ocupa de la gobernanza y la organización de los

---

35 Consejero delegado, EMMI.

bancos del panel, por ejemplo, sus procedimientos de verificación y supervisión interna. Si bien el COPB abarca los controles del entorno y la responsabilidad de los bancos del panel, también especifica los requisitos que se deben cumplir para las contribuciones de datos o las pautas para la determinación del nivel 3. Se aplican requisitos similares al agente de cálculo en el **código de obligaciones del agente de cálculo** (COCA, por sus siglas en inglés).

Igualmente y de suma importancia, un **comité de supervisión independiente** de expertos del mercado supervisa la aplicación de este marco de gobernanza, así como la evolución del mercado.

## 11.2 La metodología reformada para el Euribor

EMMI también ha consultado ampliamente al mercado para diseñar y desarrollar una **metodología «híbrida» para el Euribor**, que se ha implementado desde noviembre de 2019. Esta metodología protege y aumenta aún más la resistencia, solidez y representatividad del índice de referencia. El Euribor ya no se basa en cotizaciones, sino que se centra fundamentalmente en transacciones del mercado monetario del euro no garantizado. Las contribuciones a la determinación del Euribor por parte de los 18 bancos del panel, que son totalmente representativos del mercado subyacente, siguen un enfoque jerárquico de 3 niveles:

- El nivel 1 consiste en **contribuciones basadas en transacciones elegibles** del mercado monetario del euro no garantizado. Estas transacciones deben cumplir una serie de condiciones, como, por ejemplo, una cantidad nominal mínima de 10 millones de euros.
- El nivel 2 se utiliza si no hay contribuciones de nivel 1 para un banco del panel determinado. Consiste en contribuciones basadas en **transacciones en el espectro más amplio de vencimientos del mercado monetario**, con vencimientos cercanos, por ejemplo, o transacciones de días anteriores, ajustadas por factores de mercado. El nivel 2 cuenta con tres subniveles distintos.
- El nivel 3 se utiliza cuando no se pueden realizar contribuciones de nivel 2. Se basa en **transacciones de una variedad de mercados estrechamente relacionados con el mercado monetario en euros no garantizado**. Es importante destacar que las contribuciones de nivel 3 son completamente distintas a la metodología anterior basada en cotizaciones: cada banco del panel utiliza datos de entrada muy específicos y técnicas de modelado realizadas a medida según sus propios modelos de financiación. La entrada de datos puede consistir en transacciones que no podrían incluirse en el nivel 1, por ejemplo, transacciones por debajo del umbral de 10 millones pero realizadas a tasas de mercado; posteriormente, puede consistir, por ejemplo, en datos de mercados cercanos al interés subyacente. Todas las contribuciones de nivel 3 realizadas por un banco del panel deben estar debidamente documentadas y validadas, y se deben aplicar siempre de manera coherente, bajo la dirección de EMMI.

Con la metodología híbrida, el Euribor continúa midiendo el mismo interés subyacente, pero de una manera distinta. El Euribor está ahora anclado en transacciones efectivas, lo que aumenta aún más la solidez y representatividad del índice de referencia.

A raíz de todo el proceso de reforma del Euribor, en lo que respecta a la gobernanza y metodología, EMMI recibió, en julio de 2019, una autorización de su supervisor, la Financial Services and Markets Authority (FSMA) belga, **para la administración del índice de referencia conforme a BMR**. La Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA, por sus siglas en inglés) asumirá esta función a partir de enero de 2022.

### 11.3 Solidez en todo momento

La metodología híbrida se implementó por completo a finales de 2019 y, unos meses después, pasó una primera prueba de la vida real con la aparición de la pandemia de COVID-19. Durante este episodio, **el Euribor ha demostrado ser muy sólido y resiliente**. El índice de referencia se elaboró todos los días, para cada vencimiento, de forma oportuna y sin errores ni medidas de contingencia. Esto se logró no solo gracias a sólidos procesos operativos, sino también a una metodología congruente.

Durante este agitado periodo, **el Euribor también ha seguido siendo representativo de su mercado subyacente**, realizando el seguimiento de los movimientos del mercado, incluidos los cambios en la política monetaria, incluso en el contexto de liquidez del mercado temporalmente reducida en el primer y segundo trimestres de 2020. En este determinado contexto, las contribuciones de nivel 3 resultaron muy útiles y representaron una parte justa del total de contribuciones a la determinación del Euribor en el peor momento de la crisis sanitaria.

### 11.4 El Euribor ha llegado para quedarse

El Euribor ya ha sido reformado estructuralmente, pero esto no significa que este sea el final de su historia. EMMI se compromete a realizar esfuerzos continuos para garantizar que el índice de referencia sea siempre sólido, fiable y representativo. En este sentido, en 2020 se llevó a cabo el primer ejercicio de revisión anual de la metodología del Euribor. La revisión se ha efectuado principalmente para confirmar que el Euribor sigue siendo representativo de su mercado. También ha sido una oportunidad para identificar cualquier posibilidad de realizar más recalibraciones o perfeccionar la metodología del índice de referencia.

Conforme al resultado del análisis, EMMI ha identificado **cuatro ajustes relevantes** que se han implementado desde abril de este año. Todos ellos **permiten la representatividad del índice de referencia**. Si bien es demasiado pronto para ofrecer una medida de su impacto debido a un periodo retrospectivo demasiado corto, todos estos cambios tienen un efecto positivo en el Euribor: mejoran su solidez, lo hacen más resistente a influencias indebidas, inducen una disminución en la proporción de presentaciones de nivel 3 y mejoran su capacidad de respuesta a los eventos del mercado.

Con la continuación de estas revisiones anuales, la intención de EMMI es brindar la metodología más fiable y adaptarse a cualquier desarrollo estructural del mercado. El claro objetivo final: **garantizar que el Euribor ha llegado para quedarse**.

## 11.5 Tasas de retorno del Euribor

El regulador europeo considera que los usuarios del Euribor y sus clientes deberían poder saber de antemano qué pasaría con sus contratos en el *improbable* escenario de una interrupción temporal o permanente del índice de referencia. De ahí la introducción del lenguaje alternativo en los contratos del Euribor.

EMMI considera este requisito reglamentario como **un desarrollo positivo que permite que el caso del Euribor sea aún más fuerte**. Como administrador del índice de referencia, considera un deber facilitar a los usuarios dichas tasas alternativas. Por eso, EMMI está desarrollando actualmente una estructura temporal basada en el €STR como alternativa al Euribor, para todos los vencimientos existentes. En este proyecto, la administración del índice de referencia ICE Benchmark Administration (IBA, por sus siglas en inglés) será el agente de cálculo, y EMMI, el administrador, asumiendo la responsabilidad de principio a fin del índice de referencia.

La producción de la estructura temporal del €STR dependerá de la rapidez con la que los mercados adopten dicho índice, en concreto, en el segmento de OIS (permutas de tipos de interés a 1 día). Siempre que haya una evolución positiva, EMMI confía en producir una **versión beta** de esta alternativa prospectiva a **finales del verano o principios de otoño de este año**. Las **tasas reales** deberían estar disponibles hacia **finales de 2021 o principios de 2022**. EMMI notificará al mercado toda la información relevante a su debido tiempo y con antelación a la publicación de las tasas reales.

## 12 Recomendaciones del grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro sobre cláusulas contractuales desencadenantes de la sustitución del Euribor

Adolfo Fraguas<sup>36</sup>

El pasado 11 de mayo de 2021, tras la correspondiente consulta pública lanzada al mercado en noviembre de 2020, se hicieron públicas las Recomendaciones del grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro (en adelante, el grupo de trabajo) acerca de los desencadenantes de las cláusulas de sustitución del Euribor y los índices sustitutivos del Euribor basados en el €STR (en adelante, las Recomendaciones). Estas Recomendaciones suponen un hito más en el proceso de desarrollo de índices robustos sin componente de riesgo de crédito en la zona euro.

A continuación, se expondrá el contenido de la primera parte de dichas Recomendaciones, relativas a los desencadenantes de las cláusulas de sustitución del Euribor o *fallback rates*. Pero antes, conviene dejar patente que el grupo de trabajo no ha emitido estas Recomendaciones ante un riesgo inminente o cercano de desaparición del Euribor. Como es sabido, el Euribor cumple actualmente con las exigencias impuestas por el Reglamento (UE) 2016/1011 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 8 de junio de 2016, sobre los índices utilizados como referencia en los instrumentos financieros y en los contratos financieros o para medir la rentabilidad de los fondos de inversión (conocido como Benchmark Regulation o BMR) y nada hace prever que esto pueda variar en un futuro. Por lo tanto, las Recomendaciones suponen un instrumento de previsión que, como veremos a continuación, satisface un doble objetivo: cumplir con la normativa aplicable y establecer un mecanismo de reducción de riesgo ante una hipotética futura indisponibilidad del Euribor.

### 12.1 Las cláusulas de sustitución de índices de referencia

#### 12.1.1 Origen

Como es bien sabido, el artículo 28.2 de BMR establece que: «Las entidades supervisadas distintas del administrador a que se refiere el apartado 1 que utilicen un índice de referencia elaborarán y conservarán por escrito planes rigurosos que especifiquen las medidas que tomarían si el índice de referencia variara de forma importante o dejara de elaborarse. Cuando resulte factible y adecuado, en dichos planes se indicarán uno o varios índices de referencia alternativos que puedan servir de referencia para sustituir a los índices de referencia que hayan dejado de elaborarse, exponiéndose el motivo por el que esos índices constituyen una alternativa adecuada. Las entidades supervisadas facilitarán, previa petición, a la autoridad

competente esos planes y las posibles actualizaciones, y, si es posible, los reflejarán en la relación contractual con los clientes».

Precisamente a la hora de cumplir con el mandato final del referido artículo 28, se hace necesario trasladar a los contratos de las entidades supervisadas qué ocurriría en caso de que un índice utilizado en un contrato (ya sea para determinar un interés o un flujo de pago) dejara de elaborarse o variara de forma importante.

Pero razones adicionales recomiendan prever la eventualidad de una indisponibilidad del índice de referencia de un contrato al margen de la exigencia de la norma. A nadie se le escapan las dificultades que entrañaría una potencial —y, afortunadamente, hoy poco previsible— desaparición del Euribor en los contratos que lo utilizan como referencia, y esa eventualidad, por lejana que parezca, debería gozar en los contratos de algún mecanismo que evite el inicio de disputas entre las partes sobre qué hacer ante tal tesitura y, en última instancia, la judicialización del problema.

### 12.1.2 Concepto

Una cláusula de sustitución de un índice es una estipulación contractual que establezca de antemano qué referencia alternativa debería utilizarse en caso de que el índice inicialmente pactado por las partes dejara de estar disponible para su utilización.

### 12.1.3 Elementos

Los elementos que configuran este tipo de estipulaciones son, al menos, cuatro:

- i) Los desencadenantes (conocidos en inglés como *trigger events*), que son aquellos sucesos que provocan la activación de la sustitución del índice. Debe buscarse una descripción de los desencadenantes lo más precisa y objetiva posible, que evite posteriores disputas interpretativas y la solicitud de ulteriores consentimientos, bien sea de una de las partes, bien sea de un tercero ajeno al contrato.
- ii) La fecha de efectividad (o *effective date*), que es el día en el que la sustitución del índice empieza a desplegar efectos jurídicos en el contrato. Esta fecha debería coincidir con la de la indisponibilidad efectiva del índice, aunque tal eventualidad haya sido anunciada con anterioridad. Lo normal será que en una determinada fecha  $D$ , un administrador de un índice o su autoridad supervisora anuncien públicamente que en una próxima fecha futura,  $D + X$ , el índice dejará de publicarse o dejará de ser representativo. La fecha de efectividad sería la segunda de las fechas (es decir,  $D + X$ ) y no la del anuncio (es decir,  $D$ ). A partir de la fecha de efectividad, el nuevo índice sustitutivo se utilizará para calcular bien los intereses a pagar en los periodos de interés que se inicien a partir de dicha fecha de efectividad, bien los pagos a realizar por una parte a otra en los periodos de cálculo que igualmente se inicien tras la fecha de efectividad.
- iii) El índice sustitutivo (o *fallback rate*), que es el nuevo índice de referencia a aplicar a partir de la fecha de efectividad en sustitución del índice aplicado hasta ese momento.
- iv) El diferencial del ajuste (o *spread adjustment*), que es una constante a añadir o restar del índice sustitutivo con el fin de mantener la equivalencia de ambos,

sustituido y sustitutivo, y así evitar que una de las partes del contrato pueda resultar beneficiada, a costa de la otra, por la sustitución del índice.

**Recomendaciones  
del grupo de trabajo  
sobre tasas libres de  
riesgo del euro sobre  
cláusulas contractuales  
desencadenantes de la  
sustitución del Euribor**

#### 12.1.4 Otras consideraciones

Adicionalmente, resulta recomendable cumplir algunas premisas a la hora de pactar las cláusulas de sustitución. Así:

- Debe procurarse la utilización de cláusulas homogéneas entre distintos tipos de productos, al objeto de gestionar el riesgo de que haya una parte que se beneficie en detrimento de otra o evitar disputas, riesgos de base, descuadres entre productos y sus coberturas...
- Las cláusulas de sustitución deben preverse para situaciones en las que la indisponibilidad del índice sea permanente. De otro modo podrían darse casos en los que se desencadenara la sustitución (ya sin vuelta atrás) del índice en el contrato cuando por distintos motivos (p. ej. por problemas tecnológicos puntuales) este va a continuar estando disponible con normalidad tras los problemas que hayan ocasionado su indisponibilidad temporal.
- Las cláusulas de sustitución deben preverse para casos en los que el índice deviniese indisponible en todos sus plazos (o *tenors*), ya que la indisponibilidad de solo una parte de los plazos podría subsanarse (como de hecho ha venido ocurriendo en los últimos años) utilizando los plazos remanentes del índice, sin necesidad de provocar su sustitución (en todo caso, la utilización de ese otro plazo debería igualmente preverse en la documentación contractual).

## 12.2 Las Recomendaciones

Las Recomendaciones analizan seis potenciales desencadenantes de la sustitución del Euribor en un contrato y, en función de las respuestas recibidas durante el proceso de consulta del grupo de trabajo, emiten sugerencias (siempre sugerencias, puesto que carecen de carácter vinculante y no pretenden condicionar la actuación de las partes que pudieran verse afectadas, sin que puedan considerarse asesoramiento de ningún tipo) de actuación.

### 12.2.1 El cese definitivo de publicación del Euribor sin sucesor

Este supuesto contempla la eventualidad de que en un hipotético futuro pudiera cesar la publicación del Euribor. El grupo de trabajo considera recomendable prever en los contratos esta eventualidad como desencadenante de la sustitución del Euribor cuando media una declaración de carácter público, bien del administrador del índice (hoy European Money Markets Institute —EMMI—) o bien del supervisor de dicho administrador (hoy el supervisor belga, la Financial Services and Markets Authority —FSMA—, y a partir de 2022, la Autoridad Europea de Valores y Mercados —ESMA—).

Lógicamente se precisa que la declaración pública tenga cierto carácter de oficialidad, de suerte que no resultaría suficiente con un mero discurso, por ejemplo, de una autoridad. Además, dicha declaración no debiera producirse hasta que, en su

caso, se hubieran agotado otras medidas paliativas previstas en BMR, como la contribución obligatoria del artículo 23 o la administración obligatoria del artículo 21.

Mientras culminaba el proceso de elaboración de las Recomendaciones, se publicó el Reglamento (UE) 2021/168 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de febrero de 2021, por el que se modifica BMR (la Modificación de BMR), que vino precisamente a recoger en su artículo 23.ter, apartado 2, letras b) y c), la posibilidad de que la Comisión Europea pueda designar uno o varios índices sustitutivos de un índice de referencia cuando se dé este mismo desencadenante.

### 12.2.2 Falta de representatividad

En este caso, se plantea la posibilidad de desencadenar la sustitución del Euribor si la autoridad supervisora del administrador de dicho índice emitiera un comunicado público manifestando la pérdida de representatividad del Euribor, es decir, la incapacidad de medir el mercado subyacente que trata de cuantificar. Este desencadenante es también conocido en inglés como el *pre-cessation event*, porque puede tener lugar con anterioridad al cese de publicación del índice.

Lógicamente, una declaración de esta magnitud solo debería producirse cuando se hubieran aplicado, en su caso, los remedios previstos en BMR (contribución o administración obligatoria, como en el caso anterior, o modificación de la metodología de cálculo del índice, por ejemplo).

El grupo de trabajo recomienda la incorporación de este desencadenante. En paralelo, también la Modificación de BMR ha incorporado este desencadenante para que, de acuerdo con el artículo 23.ter, apartado 2, letra a), la Comisión pueda designar uno o varios índices sustitutivos.

### 12.2.3 Ilegalidad o prohibición de uso

Este supuesto daría cobertura al caso en el que el uso del Euribor deviniese ilegal para alguna parte del contrato o se prohibiera su uso a partir de un determinado momento.

El grupo de trabajo recomienda en este caso que se valore en cada caso y para cada tipología de contrato la oportunidad o no de incluir este desencadenante. La razón por la que es difícil emitir una recomendación única en uno u otro sentido radica en la diferente casuística que podría llegar a darse. Así, no parece proporcionado que, en una emisión de bonos distribuida al público, el hecho de que para un bonista concreto deviniera ilegal o prohibido el uso del Euribor provocara la sustitución de dicho índice para toda la emisión; en este caso, probablemente sería más fácil que el bonista afectado vendiera el referido bono. Por el contrario, en un préstamo bilateral sí podría tener sentido prever como desencadenante el hecho de que para el prestamista o el prestatario resultara ilegal o prohibido continuar utilizando el Euribor como índice de referencia a partir de un momento determinado.

Este supuesto está previsto en el artículo 23.ter, apartado 2, letra d), de la Modificación de BMR, para el caso de que la autoridad competente del administrador de un índice retirara o suspendiera la autorización de este de conformidad con el artículo 35 de BMR.

#### 12.2.4 Cese de publicación sin anuncio público previo

Este supuesto es similar al comentado en el epígrafe 12.2.1 anterior, con la diferencia de que aquí el cese del Euribor se produciría sin previa comunicación pública de su administrador o del supervisor de este. Es decir, se trataría de un cese de publicación por la vía de los hechos.

Se trata de un supuesto harto improbable, habida cuenta de la naturaleza crucial del Euribor y de los graves efectos que podría tener en la estabilidad financiera un cese repentino de publicación de este índice.

A veces se ha tratado de justificar su introducción como una suerte de desencadenante de última instancia, por si el resto de los desencadenantes no pudieran aplicarse. Sin embargo, de querer introducirse, debería tenerse bien presente que, en lugar de un cese definitivo, podría estar desencadenándose una sustitución del Euribor cuando su cese de publicación es meramente temporal. Será por tanto de extrema importancia para las partes de un contrato, si desean su incorporación, establecer un periodo de tiempo suficientemente amplio de cese de publicación efectivo para desencadenar la sustitución del Euribor, de cara a evitar el riesgo de que se considere como permanente lo que no lo es y provocar anticipada y precipitadamente una sustitución innecesaria del Euribor.

#### 12.2.5 Cambio en la metodología

Las evoluciones de la metodología de cálculo de un índice y, por tanto, también del Euribor son conforme a BMR, algo necesario en la medida en que permiten adaptar el índice a la realidad que trata de medir. La preocupación del legislador por esta continua adaptación se revela en el artículo 23.2 de BMR, al establecer la obligación de un índice crucial de presentar cada dos años a su autoridad competente una evaluación de la capacidad de los índices que administra para medir el mercado subyacente o la realidad económica que tratan de reflejar, y llega al punto de que dicha autoridad podría llegar a «requerir del administrado que modifique la metodología» aplicable al índice crucial (artículo 23.6, letra d)). De la misma forma, el artículo 13.1, letra b), prevé la obligación de publicar «los detalles de la revisión interna y la autorización de una determinada metodología, así como la frecuencia con que se realice esta revisión». La «Benchmark Determination Methodology for Euribor» publicada por EMMI y actualmente en vigor prevé, de hecho, como parte de la metodología del índice, la revisión periódica de esta para reflejar adecuadamente el mercado subyacente que trata de medir.

Por tanto, no parece recomendable que se introduzca como desencadenante de un proceso de sustitución del Euribor en un contrato algo que al mismo tiempo la propia normativa considera como normal y hasta necesario.

De hecho, ya en ocasiones anteriores el grupo de trabajo ha recomendado incluir en los contratos ligados al Euribor cláusulas que ratifiquen la oportunidad de estas evoluciones metodológicas.

Sin perjuicio de lo anterior, las Recomendaciones se hacen eco de que, en determinadas circunstancias y con cierta tipología de contratos, las partes podrían pactar la apertura de deliberaciones sobre la conveniencia o no de modificar el índice aplicable en un contrato ante un cambio de su metodología.

### 12.2.6 Aplicación de medidas de contingencia

Por último, tampoco considera el grupo de trabajo que sea recomendable incluir como desencadenante de la sustitución del Euribor la eventualidad de que este se publique temporalmente en virtud de las distintas medidas de contingencia previstas en sus metodologías de cálculo (p. ej., en caso de que un determinado número de bancos contribuidores o *panel banks* se vieran impelidos a remitir sus contribuciones diarias, y EMMI se viera obligado a calcular y publicar el Euribor con menos contribuciones de las habituales).

Dichas medidas no dejan de resolver una situación que se considera puntual y excepcional y que, por lo tanto, no parece justificar un resultado del impacto y efectos que supone el cambio del índice de referencia inicialmente pactado por las partes en el contrato.

## 13 Recomendaciones del grupo de trabajo sobre tasas libre de riesgo del euro sobre los índices sustitutivos aplicables al Euribor en productos de contado

Sergi Castellá Quintana<sup>37</sup>

El grupo de trabajo sobre tasas libres de riesgo del euro publicó el 11 de mayo de 2021 su recomendación sobre los tipos de reserva del Euribor basados en el €STR (tipos que podrían utilizarse si se activa una cláusula de reserva o cláusula de sustitución —*fallbacks* en inglés—). Si bien actualmente no hay ningún plan para interrumpir el Euribor, el desarrollo de un lenguaje de reserva más sólido aborda el riesgo de una posible interrupción permanente y está en línea con el Reglamento de Índices de Referencia (BMR). La recomendación, que fue aprobada por unanimidad, se ha basado en una consulta al mercado que ha sido tenida en cuenta en la recomendación final.

Aunque las recomendaciones del grupo de trabajo no son jurídicamente vinculantes para los participantes en el mercado, sí proporcionan orientación y representan el consenso de mercado sobre los eventos desencadenantes de la reserva del Euribor y sobre las tasas de reserva basadas en el €STR que los participantes del mercado pueden considerar en sus contratos.

La recomendación se refiere solo a productos de contado, ya que para los productos derivados el grupo de trabajo asume los *fallbacks* establecidos por ISDA.

En cuanto a la composición de la tasa de sustitución, el grupo recomienda una estructura a plazo basada en el €STR para cada producto financiero y un diferencial de ajuste para evitar la posible transferencia de valor en caso de que se desencadene una reserva.

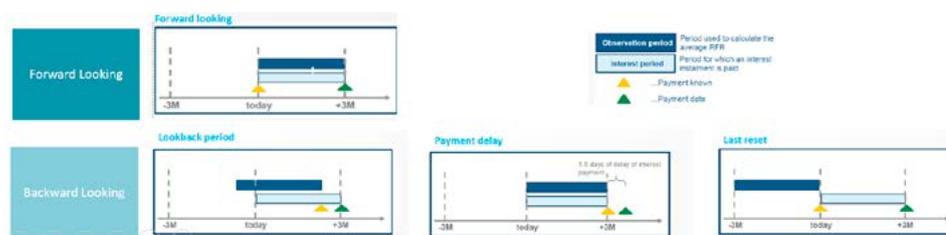
La estructura a plazo recoge dos tipos de metodologías, que podrán ser aplicadas a determinadas clases de activos en función de sus características:

- i) Las estructuras a plazo prospectivas se basarían en cotizaciones y transacciones en los mercados de derivados que hacen referencia al €STR y reflejan las expectativas del mercado sobre la evolución del €STR durante el próximo periodo de tipos de interés. Se conocerían al inicio del periodo de tipos de interés.
- ii) Estructuras retrospectivas, basadas en simples cálculos matemáticos del valor de las fijaciones diarias realizadas en el pasado de la tasa libre de riesgo a 1 día, agravando las fijaciones durante un periodo de tiempo determinado. Esta metodología contempla a su vez varias modalidades: *payment delay* o retraso en

---

37 Director gerente de Gestión de Activos y Pasivos, Tesorería y Financiación, CaixaBank.

el pago, *lookback period* o periodo retroactivo, y *last reset* o último restablecimiento.



Para los casos de uso en los que se prefiere una estructura prospectiva, el grupo de trabajo recomienda utilizar una reserva en cascada con dos niveles: en el primer nivel, se podría incluir la metodología prospectiva y, en el segundo nivel, el grupo de trabajo recomienda incluir la metodología retrospectiva como respaldo en caso de que la tasa prospectiva no esté todavía disponible en el momento en que pudiera activarse la sustitución.

El siguiente cuadro muestra un resumen de las recomendaciones por tipo de producto de contado:

	Casos de uso específicos por producto	Sustitutivo recomendado	Comentarios
Cliente Sofisticado	Corporate Lending	BWL fallback FWL   BWL fallback	<ul style="list-style-type: none"> <li>BWL fallback si prevalece la consistencia con la cobertura mediante derivados</li> <li>Waterfall (FWL y BWL fallback) cuando prevalezca conocer la tasa al inicio de periodo.</li> </ul>
	Debt Securities	BWL fallback	<ul style="list-style-type: none"> <li>Coherencia con otras jurisdicciones y consistencia con los derivados</li> </ul>
	Securizations	BWL fallback o FWL	<ul style="list-style-type: none"> <li>Dependiendo de los activos subyacentes</li> </ul>
Cliente Minorista y PYMEs	Hipotecas / Préstamos	FWL   BWL: last reset (hasta 3M) o lookback	<ul style="list-style-type: none"> <li>Preferencia por Forward Looking. Segundo fallback, BWL Last reset o BWL lookback en función de la necesidad de conocer la tasa al inicio de periodo.</li> </ul>
Pasivo	Cuentas corrientes	BWL payment delay	<ul style="list-style-type: none"> <li>No se requiere que los intereses se conozcan in advance</li> </ul>
Resto	Trade finance	FWL   BWL Last Reset (hasta 3M)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Productos a descuento. Necesidad de conocer el interés en el momento de desembolso</li> </ul>
	Export and emerging markets finance products	FWL   BWL Last Reset o lookback	<ul style="list-style-type: none"> <li>El segundo sustitutivo del waterfall dependerá de si se necesita conocer la tasa al inicio de periodo.</li> </ul>
	Fondos de Inversión Precios de Transferencia (FTP)	Sin recomendación específica	<ul style="list-style-type: none"> <li>A discreción de los usuarios de índices</li> </ul>

Para garantizar la equivalencia económica entre el Euribor y las correspondientes estructuras de plazos del €STR (prospectivas o retrospectivas), el grupo de trabajo recomienda calcular y aplicar un ajuste que refleje el valor del riesgo de crédito bancario y otras primas implícitas en el Euribor. Para ello, propone usar la misma forma de cálculo que ha seguido la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) para los contratos de derivados, es decir, la media del diferencial histórico en cinco años.

Finalmente, el grupo de trabajo plantea que, para el cálculo de las tasas retrospectivas, se utilicen los tipos medios compuestos del €STR que viene publicando el Banco Central Europeo desde el 15 de abril de 2021.

Con la publicación de la recomendación sobre eventos desencadenantes de la sustitución del Euribor y sobre tasas de respaldo, el grupo de trabajo cumple con el mandato que recibió en el momento de su creación. Sin embargo, no está previsto que se disuelva debido a su importancia como foro de discusión entre el sector público y privado y como impulsor de las reformas en la zona euro, por lo que el grupo continuará trabajando en el seguimiento de la transición de los índices de referencia. La secretaria del grupo pasará a la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), que, partir de enero de 2022, asumirá la supervisión del administrador del Euribor.

## Agradecimientos

María José Gómez Yubero<sup>38</sup>

La CNMV, como autoridad competente en España en materia de índices de referencia, está comprometida con el seguimiento de la reforma de los índices de tipos de interés y viene trabajando desde hace tiempo para facilitar la adaptación y la coordinación a nivel nacional de los sectores público y privado a fin de lograr una estrategia común y favorecer una transición ordenada y adaptada a las particularidades de nuestra economía y de nuestro sistema financiero, velando tanto por los intereses de los consumidores y de los inversores como por la estabilidad financiera.

Con este fin, la CNMV viene liderando un grupo de trabajo, que también ha funcionado como canal de comunicación y coordinación, en el que están presentes Administraciones públicas y entidades y asociaciones del sector privado, tanto financiero como no financiero, y se han celebrado varias jornadas para dar a conocer estas reformas.

Tras el anuncio oficial que determina la desaparición del Libor y la recomendación del grupo de trabajo de la zona euro sobre tasas alternativas que puedan reforzar los contratos vinculados al Euribor, esta III Conferencia se celebró el pasado 15 de junio con la participación de miembros de la CNMV y con representantes de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA), del Banco de España, de la Financial Conduct Authority (FCA) del Reino Unido, de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA) y de la European Association of CCP Clearing Houses (EACH), así como entidades españolas financieras (Banco Santander, BBVA y Caixabank) y no financieras (Telefónica).

Con el afán de consolidar y recopilar los mensajes y contribuciones a esta jornada y permitir una mayor divulgación de estos, la CNMV publica esta monografía sobre el evento, tanto en castellano como en inglés.

Mi agradecimiento y el de la CNMV a todas las personas e instituciones que con su esfuerzo y generosidad han contribuido al éxito de la III Conferencia de la CNMV sobre el estado de la reforma de los tipos de interés de referencia y a esta publicación.

---

38 Responsable del seguimiento y la coordinación de la reforma de los índices de referencia en la CNMV.



