



PROPUESTAS PARA LA RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE LAS ECC Y EL EMIR. NUEVOS RETOS

Miguel Ángel Herrero, CNMV

Pasados ya siete años de que, a fin de corregir las debilidades identificadas tras el estallido de la crisis financiera en 2008, los líderes del G20 se comprometieran a reformar significativamente buena parte de las actividades llevadas a cabo en el sector financiero y, en general, del funcionamiento de los mercados de capitales, a nadie llamará la atención apuntar el papel destacado que las entidades de contrapartida central (o ECC) han encontrado desde hace ya tiempo en la agenda de todas las autoridades regulatorias. Después de todo, el fortalecimiento de los mercados de derivados imponiendo, entre otras, la obligación de compensar a través de una entidad de contrapartida central los derivados OTC de carácter estandarizado era uno de los pilares más significativos de esa reforma.

La reforma tenía una clara intención de posibilitar, y de hecho obligar, la transferencia de riesgo desde entornos tradicionalmente bilaterales y opacos, hacia las entidades de contrapartida central, en donde éste puede ser gestionado de manera más transparente y eficiente. Ello habría de facilitar que, en una posible crisis financiera y la eventualidad de la quiebra de una o varias entidades financieras relevantes, la capacidad del sistema en su conjunto para afrontar por sí solo dicho evento aumente. Como consecuencia de lo anterior, se reduciría la probabilidad de que pueda ser necesario destinar recursos públicos a la resolución de dichas situaciones, lo que bajo todo punto de vista se considera totalmente inaceptable.

Todo ello también ha dado lugar a que cada vez distintas voces se alcen para describir a las

entidades de contrapartida central como entes «super-sistémicos» o nuevas entidades demasiado grandes para caer. Es aquí cuando nuevamente nos encontramos de lleno con otro de los objetivos del G20 en materia de regulación financiera: desarrollar un régimen efectivo para la reordenación y resolución de entidades sistémicas. Con ello se pretende en primer lugar, evitar que las entidades sistémicas se enfrenten a una situación en la que no son capaces de mantenerse solventes y viables por sus propios medios y, en segundo lugar, cuando esto no resulte posible, mitigar la probabilidad de que el rescate de dichas entidades o en su liquidación afecte a la estabilidad financiera o deba requerir del soporte del contribuyente.

Las entidades de contrapartida central ocupan un papel singular en el sistema financiero. El posible cierre desordenado de una de ellas puede conducir a una disrupción de carácter sistémico y provocar que los mercados financieros a los que sirven dejen de funcionar de manera eficiente. Por ello son candidatas naturales a estar sometidas no solo a un marco de funcionamiento conforme a los más elevados estándares de seguridad, sino que también, a un régimen adecuado para su posible recuperación o resolución.

Como consecuencia de lo anterior, y ante el papel preeminente de las ECC en la nueva arquitectura financiera global, las autoridades han trabajado intensamente en el desarrollo de un marco regulatorio más sólido que asegure el funcionamiento seguro de estas infraestructuras, de



tal forma que cumplan con las altas expectativas que se han depositado en ellas.

En este artículo comentaremos el estado de desarrollo de los trabajos que se están llevando a cabo para robustecer el régimen regulatorio de las entidades de contrapartida central, que ha sido mucho en los últimos tiempos. No obstante, habrá que reconocer que todavía existen áreas que requieren de más trabajo por parte de las autoridades públicas, las propias ECC y, con mayor generalidad, sus miembros y usuarios, en particular en lo que se refiere al establecimiento de un marco adecuado para la recuperación y la resolución de estas infraestructuras.

De hecho, es ésta una buena ocasión para realizar un balance del estado de las iniciativas regulatorias en este ámbito. El 21 de junio de 2016 comenzarán a ser ya completamente aplicables las obligaciones de compensación centralizada en la Unión Europea para la negociación de contratos OTC sobre derivados relacionados con los tipos de interés. Próximamente también veremos como otras obligaciones de compensación van paulatinamente siendo aplicables en otros tipos de contratos de derivados. Es conveniente asegurar que las entidades de contrapartida central cuentan con todas las herramientas necesarias para gestionar los riesgos del nuevo flujo de actividad que deberán procesar.

Cabe recordar que ya en 2012 el FSB identificó la existencia de regímenes adecuados de recuperación y resolución de ECC como una de las cuatro protecciones de las que habría de dotarse el sistema financiero para garantizar que el establecimiento de obligaciones de compensación centralizada se producía en condiciones de seguridad adecuadas¹.

¹ Las cuatro salvaguardas identificadas por el FSB son: i) acceso abierto y justo para todos los participantes de las ECC, siempre basado en criterios transparentes y objetivos; ii) existencia de acuerdos de cooperación entre autoridades, tanto a nivel doméstico como a escala internacional; iii) la existencia de regímenes de recuperación y resolución adecuados que permitan a las entidades de contrapartida central mantener el funcionamiento de sus servicios críticos ante cualquier situación extrema; iv) la existencia de acuerdos de

ESTADO DE LAS INICIATIVAS MÁS RELEVANTES EN CUANTO A RECUPERACIÓN Y RESOLUCIÓN DE ECC Y, EN GENERAL, SOBRE EL REFORZAMIENTO DEL FUNCIONAMIENTO DE ESTAS INFRAESTRUCTURAS

Con anterioridad a adentrarnos más profundamente en las particularidades de las propuestas actuales relacionadas con la recuperación y resolución de las ECC, conviene identificar con mayor concreción el estado de las iniciativas emprendidas desde 2009 a raíz del comunicado del G20 en lo que se refiere al funcionamiento sólido y eficiente de este tipo de infraestructuras.

RESISTENCIA Y SOLIDEZ DE LAS ECC

En 2012 la Organización Internacional de Comisiones de Valores y el Comité de Infraestructuras de los Mercados Financieros (CPMI-IOSCO, por sus siglas en inglés) emitieron la pieza angular a escala global de la regulación aplicable a las entidades de contrapartida central: los Principios sobre Infraestructuras de los Mercados Financieros (PFMI, por sus siglas en inglés). Mediante el desarrollo de estos estándares internacionales se fortaleció notablemente el funcionamiento de las ECC, instándolas a mantener los procedimientos y los recursos adecuados para resistir situaciones de múltiples incumplimientos simultáneos bajo condiciones de mercado extremas.

En la práctica, desde su adopción por todas las jurisdicciones relevantes del G20, los Principios han conducido a una mejora en la gestión de riesgos y del gobierno de las ECC, lo que, por ejemplo, resulta visible al observar en numerosos casos el incremento sustancial de los recursos financieros que estas infraestructuras deben mantener.

En el ámbito de la UE, los PFMI han sido adoptados principalmente mediante el desarrollo de un Reglamento europeo que regula el funcionamiento de las ECC de forma coherente con

liquidez adecuados que permitan a la ECC financiarse ante cualquier evento extremo.



dichos estándares internacionales². De hecho, en muchos aspectos la regulación europea ha ido más allá de los planteamientos iniciales de los Principios y ha concretado la formulación de carácter más general de éstos.

No obstante, desde la publicación de los PFMI se puso de manifiesto una serie de debilidades para su aplicación coherente a escala global, motivado esencialmente por esa naturaleza genérica de los principios. Para corregir esta situación el FSB conjuntamente con IOSCO, CPMI y el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea prepararon un plan conjunto para coordinar sus iniciativas en este campo y facilitar la implantación consistente de los estándares internacionales.

En lo que se refiere al fortalecimiento de las ECC, en estos trabajos se han identificado una serie de prioridades que deben ser tratadas a corto plazo. Estas prioridades incluyen la revisión de las políticas y procedimientos para realizar pruebas de tensión tanto para dimensionar sus recursos financieros como para gestionar satisfactoriamente el riesgo de liquidez.

En este sentido, la posibilidad de realizar pruebas de tensión organizadas por las autoridades supervisoras se ha puesto encima de la mesa en más de una ocasión. No es muy claro decir, por el momento, el objetivo concreto que tendrían estos ejercicios o si se seguiría una orientación macro-prudencial, verificando el impacto que pudiera tener en el sistema la quiebra de uno o varios de los participantes en la ECC o de la propia ECC, o una orientación micro-prudencial, estableciendo un conjunto de escenarios mínimos definidos por las autoridades que las ECC debieran implantar en su sistema de gestión de riesgos. En todo caso, cabe recordar que en el ámbito de la Unión Europea, el EMIR ya contempla la obligación de que ESMA realice ejercicios de índole similar a escala europea.

La realización de estos ejercicios a escala global tendería a promover la confianza en los siste-

mas de gestión de riesgos implantados por las entidades de contrapartida central. Asimismo, constituirá un cierto mecanismo de disciplina de mercado al facilitar la comparación de los resultados obtenidos en el ejercicio por parte de cada una de ellas.

Asimismo, la revisión de las pruebas de tensión utilizadas por las entidades de contrapartida central no se ha quedado únicamente ahí. El plan de trabajo conjunto ha abordado también el modo en que dichas pruebas pueden ser realizadas por las entidades de contrapartida central de manera más rigurosa incluyéndose cuestiones como:

- El gobierno interno de las ECC y el modo en el que éste influye y determina en la selección de escenarios de estrés.
- El modo en el que se identifican los escenarios de tensión para cada producto y la forma en que dichos escenarios son transformados en movimientos de los factores de riesgo de los productos que son compensados por la ECC.
- El uso que la ECC hace de los resultados de sus pruebas de estrés, en particular, para determinar la suficiencia de sus recursos financieros y el modo en el que se toman medidas correctivas en caso de que el resultado de estos ejercicios así lo sugiera.
- La utilización complementaria de otras pruebas, como los análisis de sensibilidad o las pruebas de tensión inversas para evaluar las debilidades de las pruebas de tensión utilizadas por las ECC.

PLANES DE RECUPERACIÓN

Si bien los trabajos relacionados con la capacidad de resistencia de las ECC han constituido un primer paso necesario en su regulación adecuada, por sí sólo, esto no es suficiente. La crisis financiera ha demostrado que las autoridades deben estar preparadas para lo peor. Por ello, se necesita planificar convenientemente el modo en el que las entidades de contrapartida central

² El Reglamento 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contraparte central y los registros de operaciones (EMIR).



pueden afrontar eventos extremos o casi imposibles.

De este modo, en octubre de 2014 CPMI-IOSCO complementó los PFMI mediante la elaboración de una guía sobre recuperación de infraestructuras de los mercados financieros. En esta guía, se establecen una serie de estándares sobre el modo en el que las ECC debieran diseñar sus planes de recuperación. La publicación de dicha guía se produjo de manera simultánea a la publicación por parte del FSB de un Anexo específico al documento de Atributos Clave de los Regímenes de Resolución Efectivo, que había servido de base a escala global para la elaboración de regímenes de resolución de entidades de crédito. El nuevo Anexo incluía las especificaciones particulares con las que los atributos clave debieran ser aplicados al entorno de las ECC.

La coincidencia en la publicación de ambas guías no es una mera coincidencia. La recuperación y la resolución están completamente interrelacionadas. Son dos caras de una misma moneda. La recuperación se refiere a la capacidad de una ECC para reponerse de cualquier situación que pueda amenazar su viabilidad y su fortaleza financiera de forma tal que pueda continuar prestando sus servicios sin que se requiera el uso de los poderes y atribuciones que la legislación aplicable pudiera conceder a las autoridades de resolución.

Por ello, la recuperación consistirá en todas aquellas actuaciones que una entidad de contrapartida central puede emprender, al amparo de sus propias normas y procedimientos pre-establecidos, para hacer frente a cualquier pérdida no cubierta por sus recursos financieros disponibles, cualquier descubierto de liquidez o déficit de capital, independientemente de que éste sea consecuencia inmediata de la quiebra de uno o varios de sus participantes o que tenga como origen otra causa.

La resolución, por su parte, se presenta como el marco por el cual las autoridades públicas tienen la capacidad de intervenir, una vez las medidas de recuperación han resultado fallidas o no son aconsejables de utilizar, de forma que, en

todo caso, se asegure la prestación de los servicios básicos de la ECC.

De acuerdo a la guía de 2014 de CPMI-IOSCO, existen dos elementos sustanciales que debe tener un régimen de recuperación efectivo: el diseño de los planes de recuperación y las herramientas que recuperación.

El objetivo de los planes de recuperación es identificar toda la información y los procedimientos necesarios para permitir a la ECC seguir prestando sus servicios esenciales durante una situación crítica en la que su viabilidad esté comprometida. Los planes cumplen con otra función relevante. Son el instrumento por el cual las diferentes partes interesadas en el funcionamiento de la ECC pueden prever de antemano las actuaciones que serán emprendidas para que ésta pueda retornar a la viabilidad por sus propios medios. Sirven, por tanto, como un mecanismo de transparencia que permite a sus miembros y usuarios anticipar los efectos de la entrada de la ECC en un proceso de recuperación.

La responsabilidad de elaborar un plan de recuperación debe recaer en la propia ECC y debe estar adecuadamente aprobado por su consejo de administración. Ésta debe contar con los mecanismos de gobierno apropiados a todos los niveles para asegurar que el plan de recuperación se integra eficientemente en todas las actividades relevantes que requieren ser ejecutadas durante el proceso de recuperación. Resulta también conveniente que todas las partes interesadas, incluyendo los miembros compensadores o sus clientes, puedan estar involucrados en la elaboración del plan de recuperación en la medida que es previsible que éstos deban sobrellevar las pérdidas que la activación del proceso de recuperación pudiera ocasionar.

La ECC debe evaluar también su capacidad legal para llevar a la práctica el plan. Ello resulta particularmente relevante en un contexto en el que cada vez más las entidades de contrapartida central prestan sus servicios de manera transfronteriza. La confluencia de las normas y acuerdos contractuales sobre los que se pudiera sustentar el plan de recuperación pudiera entrar en



conflicto con las disposiciones legales existentes en otras jurisdicciones, lo que, a su vez, comprometería los resultados del proceso de recuperación.

Es necesario también que el plan se revise periódicamente de tal forma que se asegure que éste permanece actualizado en todo momento. Asimismo, resulta conveniente que se prevea la elaboración de pruebas periódicas del plan, medida que puede resultar complementaria a las que, de manera ordinaria, la ECC debe realizar sobre la adecuación de sus procedimientos de gestión de incumplimientos.

El contenido del plan debe, al menos, abarcar los siguientes aspectos:

- La definición de los servicios críticos que deben ser cubiertos por la entidad de contrapartida central aún si ésta pudiera estar inmersa en algún tipo de proceso en el que su viabilidad pudiera estar amenazada. Por su propia ubicación en el sistema financiero, la mayoría de los servicios que una ECC pudiera realizar se suelen considerar sistémicos debido a que, de no prestarse, los mercados financieros en los que se desarrollan dejarán de funcionar eficientemente. Incluso si existen otras entidades de contrapartida central prestando servicios similares, resulta dudoso que éstas pudieran albergar la actividad de la otra ECC en un corto periodo de tiempo.
- La identificación del tipo de eventos que pudieran suponer una amenaza para la viabilidad de la entidad de contrapartida central. Estas situaciones pueden estar relacionadas directamente con la actividad de interposición de la ECC a resultas de la gestión de la quiebra de uno o varios de sus participantes, bien sea por la materialización de pérdidas crediticias o por la existencia de descubiertos en su liquidez, o bien pueden tener su origen en otras causas no relacionadas con el incumplimiento.
- Los criterios con los que se determinaría la necesidad de activar el plan de recuperación. Si bien, en algunas circunstancias

podiera ser evidente la necesidad de poner en marcha medidas extraordinarias –por ejemplo, en caso de pérdidas catastróficas de la ECC durante la gestión de un incumplimiento– en otros casos, se deberá evaluar con más detenimiento la conveniencia de activar las actuaciones previstas en el plan.

- La definición de las medidas que se podrán tomar para posibilitar que la ECC retorne a su estado normal de actividad. El abanico de actuaciones deberá ser lo suficientemente amplio, siendo previsible que no todas las acciones se puedan realizar en todos los casos. Es más, la ECC debiera definir razonablemente en su plan qué tipo de medidas se utilizarían según la clase de evento que hubiera originado la situación de crisis. Con ello, se tendería a asegurar que los usuarios y el resto de partes interesadas en la ECC conocen suficientemente las actuaciones que se desarrollaran en dichos supuestos y pueden anticipar las consecuencias de su participación en la entidad de contrapartida central.
- Las consecuencias que la activación del plan pudieran tener en el funcionamiento de las infraestructuras y las plataformas de negociación vinculadas con la entidad de contrapartida central y el modo en el que se prevén mitigar los posibles efectos indeseados en el grado de eficiencia en la negociación o en la pos-negociación de los mercados a los que la ECC da servicio.

MEDIDAS DE RECUPERACIÓN

En general, las medidas de recuperación que una entidad de contrapartida central puede contemplar para retornar a la viabilidad tras un evento catastrófico deben considerar el tipo de circunstancia que se ha producido para llegar a tal situación. Así por ejemplo, una ECC puede verse obligada a emprender actuaciones extraordinarias como resultado de la imposibilidad de cubrir con los recursos financieros prefinanciados las pérdi-



das derivadas de la gestión de un incumplimiento. En otros casos, las pérdidas pueden estar causadas por otros motivos tales como una defectuosa ejecución de sus políticas de inversión, la manifestación de una pérdida de origen operacional significativa o por la mala evolución de su negocio.

En cada una de esas circunstancias la ECC deberá considerar las medidas más adecuadas que, de conformidad con su plan de recuperación, conviene utilizar en cada caso. Para ello, habría de considerar los siguientes criterios de decisión:

- Si las medidas que se utilizarán servirán para cubrir totalmente las pérdidas sufridas por la entidad de contrapartida central.
- Si se cuenta con suficiente base legal para utilizarlas en los plazos adecuados que requiere una situación de crisis particular.
- Si tienen en consideración los incentivos que pudieran originar en las actuaciones de todas las partes interesadas a lo largo de todo el proceso de recuperación.
- La capacidad para minimizar el impacto negativo que su ejecución pudiera ocasionar en los miembros compensadores, sus clientes y en general los participantes indirectos y más ampliamente el sistema financiero.

Las medidas de recuperación deberán ser lo más predecibles posibles de tal forma que aquellas entidades que potencialmente puedan sufrir pérdidas durante la recuperación, sean capaces de anticiparlas y gestionarlas adecuadamente. La manera en la que se asignarán esas pérdidas, o eventualmente los descubiertos de liquidez, entre los distintos miembros y usuarios de la entidad de contrapartida central puede afectar la capacidad del sistema financiero de sobrellevar satisfactoriamente una situación de crisis en general.

Las herramientas de recuperación se pueden, resumidamente, agrupar en las siguientes:

- Medidas para la distribución de las pérdidas no cubiertas causadas por el incumplimiento de uno o varios de los participantes de la entidad de contrapartida central. Entre estas, se pueden citar: el recorte en

los pagos de las liquidaciones de pérdidas y ganancias diarias, la solicitud de nuevas aportaciones dinerarias a los participantes, el uso de las garantías iniciales depositadas por los participantes no incumplidores o cualquier otra medida, incluyendo la asignación de las pérdidas a los accionistas u otras terceras partes que tuviesen algún tipo de compromiso preexistente con la ECC.

De entre todas estas actuaciones, suele ser común considerar que los recortes en los pagos pendientes de la entidad de contrapartida central y el uso de las aportaciones de los accionistas o de sus garantes, como la medida que mejor replicaría un escenario de insolvencia de la propia ECC. El uso de la garantía inicial es ciertamente polémico. Por una parte, permitiría distribuir entre más usuarios de la ECC las pérdidas catastróficas producidas durante un incumplimiento. Asimismo, en determinados mercados en los que típicamente los inversores finales (*buy side*) toman posiciones unidireccionales, siendo sus contrapartes naturales entidades financieras (*sell side*), se tendería a reducir la cuantía de los recortes de sus liquidaciones de pérdidas y ganancias que, de forma probable, sufrirían en caso de quiebra de una de esas entidades financieras en la entidad de contrapartida central.

Por otra parte, el uso de la garantía inicial podría contribuir a hacer menos predecible el resultado del proceso de recuperación ya que aquellos a los que se les habría desposeído de parte de sus garantías, debieran depositar esa misma cuantía para seguir operando con la ECC, lo cual, en no pocos casos resulta dudoso que ocurra. Igualmente, la utilización de la garantía inicial puede tener connotaciones diversas en el tratamiento que la regulación prudencial pudiera dar a esa posibilidad. Suele ser común que a los efectos del cálculo del capital regulatorio mínimo, la garantía inicial sea considerada como remota respecto a la posible insolvencia de



la contraparte. Por ello, las entidades prudencialmente reguladas no necesitan asignar cuantías muy significativas de capital por ese concepto. No obstante, el hecho de que se puedan identificar escenarios en los que dichas garantías pudieran ser utilizadas, podría poner en duda el criterio actualmente utilizado.

- Medidas con las que poder atender las necesidades de liquidez no cubiertas con los recursos líquidos disponibles. Cuando la entidad de contrapartida central no se encuentre en condiciones de cumplir con sus obligaciones financieras en tiempo y forma al no contar con liquidez suficiente, debe asegurarse de que puede atender dichos compromisos a través de mecanismos alternativos. Caben distinguir estas medidas en dos clases.

En primer lugar, la ECC puede haber establecido acuerdos con terceras partes para la provisión de liquidez en caso de que esta sea requerida. Dicha aportación generalmente se realizaría contra el depósito de colateral que la entidad de contrapartida central no es capaz de hacerlo líquido dentro de los plazos adecuados para atender a sus compromisos de liquidez. Este mecanismo no se diferenciaría excesivamente del que la ECC ya debiera disponer dentro de su marco ordinario de gestión del riesgo de liquidez, donde los acuerdos de liquidez con terceras partes ya se contemplan. Por ello, en el contexto de un posible proceso de recuperación, no resulta claro ver el modo en el que a través de la provisión de liquidez por parte de terceros se podrán satisfacer los compromisos de liquidez no cubiertos previamente por ese mismo mecanismo.

Como alternativa, las entidades de contrapartida central pueden incluir en sus propias normas internas ciertas obligaciones a sus participantes, de tal forma que sean éstos los que, en caso de necesidad acaben asegurando que la ECC cumple adecuada-

mente con sus compromisos de liquidez. Ello puede hacerse por dos vías. En el primer caso, los participantes a los que les son debidas las cuantías pudieran estar obligados a aportar liquidez a la ECC contra el colateral que ésta les entregue por los mismos montos que les son debidos. Con ello, de una manera un tanto artificial pero efectiva, se podría conseguir que la entidad de contrapartida central cumpliera con sus obligaciones, si bien, en la práctica tales compromisos solo se habrían satisfecho con la entrega del colateral y no del efectivo.

En el segundo caso, las aportaciones de liquidez podrían ser realizadas, con carácter más general, por la totalidad de participantes de la ECC o por un grupo concreto dentro de éstos, no necesariamente aquellos a los que se les debe dinero. A través de esta estrategia, los descubiertos de liquidez de la entidad de contrapartida central serían distribuidos entre una mayor parte de participantes, los cuales, a su vez, podrían prever con cierta anticipación las cuantías que les serían reclamadas. En todo caso, la ECC debería incluir entre sus procedimientos de gestión de riesgos pruebas periódicas sobre la capacidad de los participantes de atender estas solicitudes de fondos con carácter inmediato.

- Medidas para la reposición de los recursos financieros. Una vez utilizados los recursos financieros de la ECC para sufragar las pérdidas derivadas de algún suceso extraordinario, incluyendo las producidas durante la gestión de un incumplimiento, se deben considerar las alternativas con que se cuenta para que dichos recursos retornen a un nivel adecuado. De esta manera, se habría de garantizar que la entidad de contrapartida central es capaz de proseguir con sus actividades ordinarias y prestar sus servicios en los mercados a los que sirve. Cabe diferenciar dos procedimientos principales, dependiendo de la naturaleza del quebranto sufrido y la forma en la que éste fue resuelto. Si los



recursos financieros utilizados provenían esencialmente de los miembros de la ECC, por ejemplo del uso de las contribuciones a la garantía colectiva, será necesario que se establezca en sus propias normas internas, el modo, los plazos y número de veces que los participantes se verán obligados a reponer sus aportaciones iniciales. Por otro lado, si las pérdidas cubiertas por la ECC fueron de otra índole, y no se cubrieron total o parcialmente con los recursos de los participantes, sino que, por ejemplo, se utilizó el capital propio de la entidad de contrapartida central, el plan de recuperación deberá determinar el modo en el que se repondrán los fondos propios utilizados.

- Medidas para re-establecer el equilibrio en el libro de contratos tras el incumplimiento de un participante. Una vez se ha producido la quiebra de uno de sus miembros, la entidad de contrapartida central debe hacerse cargo de la gestión de la posición abierta del incumplidor. El cierre de dicha posición debe realizarse de forma tal que se minimice los posibles efectos negativos en la operativa y las posiciones de los participantes supervivientes. Dependiendo de la complejidad de la cartera que debe gestionar la ECC, ésta puede emprender diferentes actuaciones para conseguir dicho objetivo.

En el caso más sencillo, la entidad de contrapartida central procedería a realizar las operaciones de signo contrario en el mercado, de tal forma que el libro de contratos volvería al equilibrio de manera natural. No obstante, esto no siempre es posible hacerlo sino que la ECC debe diseñar procedimientos ad-hoc de venta de la cartera del incumplidor, por ejemplo a través de una o varias subastas. A estas deberán acudir los participantes supervivientes o, cuando menos, se deberán diseñar los incentivos adecuados para que ello pueda ocurrir por propia iniciativa de éstos. Tales esquemas de resolución de incumplimientos están ya de manera general implanta-

dos en la mayoría de las entidades de contrapartida central existentes.

En caso de que estos mecanismos fallen, por ejemplo si a las subastas no acuden los miembros de la ECC presentando ofertas mínimamente competitivas, el plan de recuperación deberá prever el modo en el se restablecerá el equilibrio en el libro de contratos. En este caso, pueden barajarse varias alternativas. Así por ejemplo, la ECC puede estipular en su normativa interna la posibilidad de transferir sin posibilidad de rechazo la totalidad de la cartera del incumplidor a las entidades supervivientes. En tal caso, será necesario que se evalúe detenidamente la capacidad que tienen las entidades potencialmente receptoras de contratos de gestionar satisfactoriamente sus riesgos, de tal manera que no las exponga a posibles pérdidas incontrolables.

En otros casos, la entidad de contrapartida central puede estipular el vencimiento anticipado de dichos contratos a un precio fuera de mercado de forma que su libro quedara nuevamente en equilibrio. En esta situación, los participantes de la ECC por una parte, realizarían una pérdida sobre el valor teórico de los contratos, y por otra, sus posiciones y estrategias quedarían descompensadas, por lo que debieran realizar nuevamente operaciones en el mercado para retornar a su posición original.

RESOLUCIÓN DE UNA ENTIDAD DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Como tal, las políticas y procedimientos de recuperación conjuntamente con la adecuada aplicación de requisitos regulatorios exigentes tendería a evitar, o al menos a reducir el riesgo, de que la ECC entre en una situación que requiera la intervención de una autoridad pública para tutelar sus actuaciones tras la manifestación de unas pérdidas catastróficas o de cualquier otro tipo de situación que pudiera conducir a que el negocio



de la entidad de contrapartida central haya devenido en inviable.

Pese a ello, en la medida que las ECC eran, y se están convirtiendo aún más, en entidades sistémicas sobre las que descansa una buena parte de la seguridad de las transacciones de los mercados financieros, conviene establecer un régimen de resolución, con características relativamente análogas al diseñado para las entidades de crédito. Éste tendría como objetivo principal evitar que la posible insolvencia de la propia ECC tenga implicaciones en la estabilidad financiera al tiempo que impida que sean utilizados recursos de los contribuyentes como forma última de resolver la situación.

Asimismo, debe valorarse la posibilidad de que las medidas de recuperación preparadas por la ECC resulten insuficientes o que su ejecución sea más dañina para el sistema financiero que la utilización de otras alternativas o que deban necesitar de la tutela pública y de un régimen legal específicamente diseñado para estas necesidades. La resolución, por tanto, implica un grado mayor de participación pública en todo el proceso aunque, por definición, sin que por ello deban necesariamente de utilizarse fondos públicos.

En lo que se refiere a entidades de crédito, los regímenes de resolución existentes se sustentan esencialmente en el desarrollado en el seno del FSB y que se basa en la definición de una serie de atributos clave que tales regímenes debieran satisfacer. En no pocos casos, dichos atributos pueden ser aplicados directamente al marco legal de las entidades de contrapartida central. En otros, por el contrario, resulta conveniente utilizar una cierta guía interpretativa sobre la aplicabilidad de tales atributos en el contexto de las actividades y los servicios que presta la ECC. Tanto el FSB como CPMI-IOSCO ha trabajado de manera coordinada en los últimos tiempos en la identificación de estas particularidades, que principalmente serían las siguientes:

- Los objetivos de la resolución: En general, se reconoce el papel central de las ECC en el entramado de los mercados financieros siendo, por tanto, una infraestructura bási-

ca. Por ello, resulta esencial que sus actividades no se vean afectadas por la entrada en un proceso de resolución, en particular, en lo que se refiere a la liquidación y compensación puntual de las operaciones, el acceso de los participantes a las cuentas abiertas en la ECC y la capacidad de interacción con otras infraestructuras a las que pudiera estar vinculada.

- El alcance del régimen de resolución: En general, el proceso de resolución se activa ante la necesidad de aplicar un régimen distinto y específico al de la insolvencia ordinaria bajo la premisa de evitar el contagio del riesgo sistémico. A las entidades de contrapartida central, por su propia naturaleza, se les suele reconocer como entidades de una u otra manera sistémica. Sin embargo, la identificación de entidades sistémicas más allá de las entidades de crédito es un debate aún vivo ya que el hecho de que, por ejemplo, se defina a las ECC como entidades sistémicas puede llevar aparejada la aplicación de otra serie de requisitos que por su exigencia, pudieran resultar difíciles de implantar a las entidades de pequeño tamaño.
- Autoridades de resolución: Como cualquier otra entidad regulada, las ECC cuentan con autoridades públicas encargadas de su supervisión. Por otro lado, el carácter singular de las infraestructuras hace que suela ser frecuente que en una sola jurisdicción únicamente exista a lo sumo una ECC, a diferencia de lo que ocurre con las entidades de crédito en las que el negocio tiene una naturaleza más competitiva. Asimismo, la fuerte regulación aplicada a las infraestructuras hace que resulte menos probable que las entidades de contrapartida central sufran problemas significativos con la misma frecuencia las entidades de crédito. Por ello, el régimen de resolución debe valorar las economías de escala a la hora de asignar competencias a las distintas autoridades públicas interesadas, de tal forma que se garantice que los procesos de



resolución son llevados a cabo y controlados por personal con la suficiente experiencia en este ámbito de los mercados financieros.

- Facultades de las autoridades de resolución y cooperación transfronteriza: Los regímenes de resolución conceden a las autoridades numerosas facultades a fin de que el proceso pueda culminar de manera satisfactoria. El ejercicio de dichos poderes en uno u otro sentido puede implicar diferentes distribuciones de las pérdidas sufridas por la ECC, lo que, a su vez, puede crear incentivos diversos a todas las partes interesadas. Asimismo, las ECC, sobre todo las de una importancia mayor, prestan servicios sistémicos en varias jurisdicciones. Por ello, resulta relevante que en el uso de las facultades de las autoridades de resolución no sólo se evalúen las repercusiones que pudiera tener el proceso de resolución en su propia jurisdicción sino también en aquellas otras en las que la entidad de contrapartida central opera.

En esa misma línea, en la medida que sus actividades son esenciales en muchos ámbitos de los mercados financieros, suele ser común que otras autoridades tengan un interés legítimo en el correcto funcionamiento de la entidad de contrapartida central. De hecho, se han establecido ya numerosos acuerdos de cooperación y colegios con un papel determinante en la autorización y supervisión de las ECC en los que participan numerosas autoridades. De manera natural, cabe evaluar el modo en el que se podrían coordinar adecuadamente todas las autoridades interesadas en el proceso de resolución de una entidad de contrapartida central.

- Entrada en resolución: El inicio de un proceso de resolución se debe determinar cuando la ECC no cumple, o es altamente probable que no cumpla con sus requisitos regulatorios y no existe una previsión razonable que pueda retornar a la viabilidad

por sus propios medios. En particular, el proceso de resolución podría ser la continuación del de recuperación, una vez que se hubieran utilizado todos los recursos financieros disponibles a tal efecto.

Por otra parte, el régimen de resolución debe asegurar que el estatus legal de la entidad de contrapartida central no se revoca automáticamente y que, por lo tanto, las leyes que protegen la operativa en la ECC, tales como la firmeza de las liquidaciones, continúan siendo aplicables a tales supuestos. Asimismo, los contratos existentes con sus participantes deben continuar siendo exigibles tras la entrada en resolución. De igual modo, los acuerdos con otras infraestructuras deberán seguir siendo válidos aún a pesar de que se hubiera determinado la entrada en resolución.

- Aplicación de las herramientas de resolución: En general, las herramientas o las medidas que la autoridad de resolución puede tomar a lo largo de un proceso son similares a las detalladas anteriormente en la descripción de los planes y las herramientas de recuperación. Su ejecución por parte de estas autoridades públicas cabría considerarla con un sustento legal mayor, una vez que se hubieran evaluado con detalle las consecuencias para la estabilidad financiera que su implementación pudiera acarrear.

Adicionalmente, el régimen de resolución debe posibilitar que se puedan realizar otras actuaciones complementarias a éstas, por las que se pueda asegurar que, al menos parcialmente, las actividades de la ECC pueden llevarse a cabo por otras entidades. La posibilidad de que, en la práctica, estas alternativas puedan ser realizadas dependerá del tipo de evento que haya dado origen a la entrada en resolución de la entidad y de los plazos en los que se deba solventar esta situación. No parece razonable pensar que se pueda transferir la actividad de una ECC hacia otra o a algu-



na entidad puente de forma inmediata sin alterar el contenido de los contratos que ésta mantenía con sus miembros o con otras infraestructuras. En cualquier caso, el régimen legal debe permitir tales supuestos manteniéndose en todo caso el estatus legal de la ECC, esto es, sus licencias y privilegios ante la insolvencia de sus participantes.

- **Moratoria de los pagos:** Como ya se ha mencionado anteriormente, uno de los cometidos básicos de las entidades de contrapartida central es asegurar el buen fin de las transacciones en los mercados financieros. Para ello, la ECC debe atender, de manera ordinaria, a sus pagos relacionados con su actividad de compensación en el mismo día en el que se instruyen. Durante un proceso de resolución, se deberá velar por que la entidad pueda seguir cumpliendo con sus compromisos ya que, difícilmente de otra manera podrá seguir prestando sus servicios al mercado.

CONCLUSIONES

El uso de entidades de contrapartida central es una parte crucial de las medidas acordadas tras la crisis de 2008 para reducir el riesgo de nuevas crisis. Su importancia ha aumentado notablemente en los últimos tiempos y se espera que ésta sea aún mayor conforme vayan entrando progresivamente en vigor diferentes obligaciones de compensación centralizada. Por ello, es necesario

que la regulación asegure que su funcionamiento es sólido y robusto, y que la posibilidad de que alguna de ellas quiebre es muy reducida. El régimen legal debe proporcionar los instrumentos con los que las autoridades puedan proseguir con sus actividades críticas incluso tras la ocurrencia de algún tipo de evento crítico que haga peligrar su viabilidad.

Se han producido avances relevantes en la mejora de la regulación aplicable a las ECC. No obstante, se debe reconocer que todavía hay aspectos por reformar tales como:

- La aplicación de manera más coherente internacionalmente de los estándares internacionales mediante un desarrollo más detallado de éstos, por ejemplo, en cuestiones relacionadas con las pruebas de tensión.
- El desarrollo de planes de recuperación plenamente aplicables y detallados. En este sentido, los estándares internacionales ya ofrecen una guía clara sobre el modo en el que las ECC pueden desarrollar estos planes. No resulta conveniente demorar su implantación efectiva aún si, por ejemplo, en el ámbito de la UE todavía está en fase de preparación una propuesta legislativa sobre este asunto.
- El desarrollo por el legislador y la implantación de regímenes de resolución adecuados a las especificidades de las funciones que desempeñan las entidades de contrapartida central en los mercados financieros.