

RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL: UNA APROXIMACIÓN EN UN ENTORNO POSTCRISIS

Víctor Rodríguez Quejido y José Manuel Portero Bujalance (*)

(*) Víctor Rodríguez Quejido y José Manuel Portero Bujalance, director general y economista senior, respectivamente, de la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV.

Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España o del Eurosistema, ni la de la CNMV.

RESOLUCIÓN DE ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL: UNA APROXIMACIÓN EN UN ENTORNO POSTCRISIS

Resumen

Entre las medidas adoptadas por las autoridades y los reguladores para evitar que se sucedan los escenarios vividos durante la crisis financiera, se definen los procesos de resolución cuyo objetivo principal es evitar, por un lado, el rescate con dinero público de las entidades financieras mediante la aplicación de medidas de recapitalización interna (*bail-in*) y, por otro, las situaciones desestabilizadoras del sistema financiero.

Las exigencias regulatorias y la obligación de compensación centralizada de derivados contratados *Over the Counter* —OTC— hacen de las Entidades de Contrapartida Central —ECC— un objetivo de resolución en atención a las consecuencias que pudieran derivarse de una mayor exposición a riesgos y de los posibles incumplimientos de sus miembros. En este sentido, los mecanismos de resolución, inicialmente definidos para las entidades de crédito, deberían también aplicarse a las ECC por su importancia sistémica.

La gestión de la inviabilidad de una ECC exige un marco normativo específico de resolución que responda a las especiales características de su actividad.

Existen en marcha iniciativas regulatorias internacionales en relación con la resistencia, recuperación y resolución de las ECC, que, por la naturaleza global de los instrumentos financieros compensados, deberían ser consistentes y armonizadas.

1 Introducción

1.1 RESOLUCIÓN EN UN ENTORNO POSTCRISIS

Uno de los debates recurrentes tras el estallido de la crisis financiera en septiembre de 2008 ha sido el de qué medidas habría que adoptar para reducir la probabilidad de que las entidades financieras —y, por extensión, las entidades relevantes que participan en los mercados financieros— entren en una crisis que pueda conducir a su liquidación y que —dependiendo de su importancia sistémica— pueda obligar a la asignación de recursos públicos —obtenidos mayoritariamente del contribuyente— para su reflotamiento o, en última instancia, su liquidación ordenada.

Con la generalización de los rescates bancarios en el momento álgido de la crisis se puso de manifiesto que una política continuada de rescates no era una opción sin coste para los Gobiernos y, por ende, para el contribuyente. Sin medidas alternativas a esta política, el coste último recaería en el contribuyente, lo que, inevitablemente, afectaría a la política de contención del gasto público.

Al mismo tiempo que debería evitarse el rescate de una entidad financiera con dinero del contribuyente, debería también evitarse, en la medida de lo posible, su liquidación, esto es, iniciar un procedimiento de insolvencia o concursal que fuera susceptible de generar turbulencias en el sistema financiero.

Para evitar —o al menos mitigar— lo anterior, las autoridades y los reguladores internacionales han propuesto una combinación de medidas que van desde el incremento de los requisitos de capital hasta la implementación de regímenes de resolución para las entidades financieras.

Las dos anteriores premisas —la no utilización del dinero del contribuyente y la mitigación de las turbulencias en el sistema financiero— han sido el eje fundacional de los regímenes

de resolución. Por ello, las autoridades públicas deben contar con mecanismos que eviten afectar a las finanzas públicas y, al mismo tiempo, eviten potenciales situaciones desestabilizadoras del sistema financiero. El objetivo último —y, de algún modo, ideal— sería alcanzar un sistema financiero más seguro, robusto y estable.

Hay que señalar, no obstante, que los mecanismos de resolución de entidades financieras no son una solución mágica para evitar pérdidas. Muy al contrario, las pérdidas existirán, pero deberán ser asumidas principalmente por los tenedores de bonos y los acreedores a través del mecanismo conocido —en su denominación inglesa— como *bail-in*.

Un aspecto adicional es la determinación del momento en que debe activarse la resolución de una entidad financiera, que, obviamente, no debe ser ni demasiado pronto ni demasiado tarde. Lo razonable y esperable sería activar el proceso de resolución cuando las estrategias de recuperación han concluido y la entidad puede entrar en insolvencia una vez acreditada su falta de viabilidad.

Para minimizar el grado de subjetividad en la determinación del momento en que una entidad entra en resolución, este debería ir ligado —idealmente— a las condiciones y requisitos que dieron lugar a la autorización y funcionamiento de dicha entidad. Cuando una entidad deja de cumplir los anteriores requisitos —sin perspectivas razonables de volver a cumplirlos— debería entrar en la fase de análisis de su eventual resolución.

Por último, hay que señalar que, para ser efectivo, un mecanismo de resolución debe operar de una manera interterritorial. Sin esta característica, las autoridades locales estarían motivadas, e incluso tentadas, a mitigar el impacto económico que la resolución de una entidad tendría en las cuentas nacionales y en sus contribuyentes, que, en último término, no dejan de ser los potenciales votantes de esas autoridades locales.

1.2 RESOLUCIÓN: DE ENTIDADES DE CRÉDITO A ENTIDADES DE CONTRAPARTIDA CENTRAL

Como se ha comentado anteriormente, el diseño inicial de los regímenes de resolución tenía como único destinatario las entidades de crédito —por el papel desempeñado en la crisis financiera— y, en particular, las entidades sistémicas —o *Too Big To Fail*, en la denominación que se generalizó en la crisis—.

En el entorno postcrisis —como consecuencia de algunas de las soluciones implementadas durante su desarrollo— los regímenes de resolución han ampliado su ámbito de aplicación.

Su implantación no solo ha acabado extendiéndose a una gran parte del universo de entidades financieras —empresas de servicios de inversión, por ejemplo—, sino que, recientemente, se está considerando el diseño específico de mecanismos y regímenes de resolución para infraestructuras de mercado. Las ECC, por la eventual condición de entidades sistémicas debida a su creciente protagonismo en las transacciones financieras, han sido las primeras infraestructuras sobre las que los reguladores internacionales están fijando su atención.

1.3 OBJETO Y ÁMBITO DEL ARTÍCULO

El objeto de este trabajo no lo constituyen las entidades financieras con carácter general, sino las ECC, que, en el curso de la crisis, han adquirido importancia sistémica, particularmente desde que se ha generalizado —en la mayoría de los casos, por obligación legal— la compensación centralizada de las transacciones de derivados negociados OTC.

Tras comentar brevemente en esta introducción el papel que la resolución está jugando en el entorno postcrisis, el presente artículo enmarca la actuación de las ECC dentro de la de las infraestructuras de postcontratación.

Dado que las medidas regulatorias en materia de resolución de ECC son globales por naturaleza, este trabajo recopila las iniciativas que el Consejo de Estabilidad Financiera (*Financial Stability Board*, FSB) está coordinando, además de sobre resolución, sobre resistencia y recuperación de ECC.

El artículo repasa también las características que idealmente debería tener un régimen de resolución, así como las líneas generales que podría seguir un marco regulatorio europeo sobre resolución de ECC que, tomando como referente el marco actual sobre resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión, contemple las especificidades propias del negocio y la actividad de las ECC.

Finalmente —antes de las conclusiones— este trabajo menciona la situación actual en España, donde —aun no disponiendo de regulación específica sobre resolución de ECC— sí existen mecanismos que permitirían, en su caso, una eventual resolución ordenada de una ECC.

2 El papel de las ECC en el sistema financiero

La compensación de las transacciones de valores y de derivados desempeña un papel fundamental en el funcionamiento del sistema financiero. Las ECC, en su papel de facilitadores del neteo de las exposiciones y de la mutualización del riesgo, son actores esenciales.

La importancia de las ECC en el marco institucional del sistema financiero ha tenido un impulso como consecuencia del devenir de la crisis financiera. Hay que señalar, en este sentido, la declaración de los líderes del G-20 en 2009¹ por la que se requería, entre otros, que los contratos de derivados negociados OTC —y que tuviesen la característica de ser estandarizados— fuesen compensados de manera centralizada.

El porqué de la declaración anterior puede encontrarse en las ventajas que tiene una compensación centralizada a través de una ECC frente a una compensación meramente bilateral entre entidades.

Por un lado, hay un mayor «riesgo absorbido» por parte de la entidad incumplidora a través, pero no solo, de unas mayores garantías iniciales exigidas. Hay también, al menos desde el punto de vista teórico, un proceso más riguroso y transparente en la gestión del riesgo a través de, por ejemplo, una adecuada política de exigencia de garantías y colaterales.

Ventajas adicionales pueden encontrarse también en el hecho de la generalización, por un lado, del neteo multilateral y, por otro, de la mutualización del riesgo. Lo anterior está relacionado con el hecho de que, en una ECC, el riesgo generado por una entidad participante es asumido también, en cierta manera, por aquellas otras entidades no incumplidoras a través, por ejemplo, de su participación en un fondo de garantía o fondo global de incumplimiento gestionado por la propia ECC.

El creciente papel que, por tanto, juegan las ECC lleva inevitablemente a cuestionarse si estas entidades pueden considerarse «seguras» y también a analizar las consecuencias

¹ https://g20.org/wp-content/uploads/2014/12/Pittsburgh_Declaration_0.pdf.

que una potencial quiebra o cesación de actividad de una ECC puedan tener en el conjunto del sistema financiero.

En efecto, cualesquiera que puedan ser las eventuales ventajas de dirigir, o más bien exigir, la compensación centralizada de derivados OTC a través de ECC, quedarían inmediatamente anuladas si no existe una adecuada gestión del riesgo por parte de la propia ECC.

Una mayor utilización de los servicios facilitados por las ECC implica automáticamente una mayor exposición al riesgo ante la ECC por parte de sus miembros, mayoritariamente entidades de crédito.

Por último, y no menos importante, la compensación centralizada supone también una concentración de riesgo en una sola entidad, en este caso la propia ECC, cuya eventual crisis o quiebra habrá de ser necesariamente contemplada por los reguladores.

3 Resolución de ECC

3.1 HACIA UN RÉGIMEN DE RESOLUCIÓN

Tal como ha quedado reflejado con anterioridad, la elaboración de mecanismos y regímenes de resolución ha tenido como principal e inicial destinatario las entidades de crédito. La ampliación —en una fase posterior— de los regímenes de resolución a las infraestructuras de los mercados financieros hace inevitable que se tome como referencia —de existir— la regulación, guías, estándares, principios o recomendaciones aplicables a las entidades de crédito.

Sin embargo, las ECC no son bancos ni actúan como bancos y, en particular, el papel del capital disponible es muy diferente en una u otra institución. El cuadro 1 refleja las principales diferencias entre ECC y entidades de crédito en lo relativo al modelo de negocio y gestión y cobertura del riesgo al que se enfrentan ambas entidades.

Una de las razones primordiales que justifican la existencia de una ECC es la provisión de protección contra el incumplimiento (o quiebra) de un miembro de esa ECC. Esta protección no es articulada mediante la absorción de las potenciales pérdidas originadas contra el capital de la propia ECC, sino que esta, más bien, ayuda (o facilita los resortes) para la gestión efectiva del riesgo.

ACTIVIDAD Y GESTIÓN DEL RIESGO EN LAS ECC Y EN LAS ENTIDADES DE CRÉDITO

CUADRO 1

Concepto	ECC	Entidades de crédito
Modelo de negocio	Reducir el riesgo de contraparte de los participantes en los mercados	Diferentes actividades —banca comercial, banca de inversión, negociación por cuenta propia— sujetas a diferentes clases de riesgos
Gestión del riesgo	Mutualización del riesgo entre los participantes sin operativa por cuenta propia	Diversidad de modelos de gestión del riesgo —estándares o internos—. Gestión mayoritariamente individualizada
Cobertura del riesgo de crédito y de mercado	Asunción total de la probabilidad de incumplimiento de un miembro y cobertura próxima al 100%	Cobertura parcial del riesgo limitada en función de las actividades desarrolladas
Colateral	Requerimiento legal de colaterales/garantías de elevada calidad y alta liquidez	Garantías adaptadas al perfil del cliente
Líneas de defensa	Garantías iniciales y ajustes diarios y fondo de incumplimiento	Diferentes medidas prudenciales
Gestión del incumplimiento	Inmediato por aplicación de líneas de defensa	Procedimiento delatado y singular

FUENTE: Elaboración propia.

Adicionalmente, la ECC tratará de mutualizar las pérdidas ocasionadas por el incumplimiento de un miembro de una manera segura y efectiva. Desde este punto de vista, podría considerarse, por tanto, que las ECC son más «distribuidores» que «concentradores» del riesgo.

Dos aspectos que han de ser tenidos en cuenta en la gestión adecuada del riesgo por parte de una ECC son, por un lado, el papel que debe desempeñar el capital y, por otro, la asignación óptima de las pérdidas.

En principio, debería aceptarse que el capital de una ECC juega un papel esencial en la absorción de pérdidas del miembro o participante incumplidor. Y, si bien —como se ha señalado antes— las ECC no son bancos y, por tanto, el uso de su capital no es el mismo, no deja de tener un rol relevante. Es por ello que es necesario contemplar la aplicación de incentivos que faciliten una adecuada gestión del riesgo de una ECC a través de, por ejemplo, aplicar pérdidas contra el propio capital de la ECC —*skin in the game*—.

Respecto a la asignación óptima de las pérdidas, habría que centrarse en dos hechos de manera simultánea.

En primer lugar, hay que considerar la cantidad —y también la calidad— de los recursos financieros que la ECC debería tener para gestionar adecuadamente el incumplimiento de un miembro. De manera paralela —y a través de un ejercicio de prueba de resistencia (*stress test*)— debería evaluarse hasta qué punto un evento extremo —causado por el incumplimiento de uno o varios miembros— podría ser asumido por la ECC.

En segundo lugar, habría que determinar el origen de los recursos financieros necesarios para atender ese evento extremo. Una lista —no cerrada— de estos proveedores de fondos podría estar compuesta por los propios miembros incumplidores (a través de garantías y colaterales depositados), el resto de los miembros compensadores (mediante una mutualización de las pérdidas), los propietarios de las ECC (a través de la utilización del capital —*skin in the game*—) y, finalmente, otros proveedores (ejercicio de contratos de seguros, por ejemplo).

3.2 HACIA UN PLAN DE RESOLUCIÓN

Como consecuencia directa de iniciativas regulatorias —algunas de las más significativas serán descritas más adelante—, el volumen de transacciones compensadas a través de ECC se ha incrementado significativamente, y la tendencia es que continúe haciéndolo en el futuro². Adicionalmente, el uso de las ECC ha dejado de ser opcional para convertirse —en las jurisdicciones más relevantes— en obligatorio, en particular en lo relativo a las transacciones de derivados OTC estandarizados.

La eventual resolución de una ECC no puede ir desligada del hecho de que muchas de estas entidades han pasado de ser simples *utilities* —que facilitan un servicio a sus miembros— a ser entidades —a través de un proceso de «desmutualización»— que buscan el beneficio de sus accionistas incrementando sus ingresos y su cuota de mercado.

2 <https://www.bis.org/cpmi/publ/d135.pdf>. La mejor estimación del volumen compensado de derivados OTC (y de otros instrumentos financieros) se encuentra disponible en las estadísticas sobre pagos, compensación y liquidación que regularmente publica el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercados (CPMI, por sus siglas en inglés) de los países miembros de este comité del BIS —*Statistics on payment, clearing and settlement systems in the CPMI countries. September 2015*—. Aunque los datos no se presentan de forma agregada, la revisión de las series históricas correspondientes a las principales ECC operativas —por ejemplo, en el Reino Unido y Estados Unidos— permite comprobar la tendencia ascendente en los últimos cinco años del volumen compensado por ECC.

Ante una situación potencial de extrema gravedad en el funcionamiento de una ECC, dos cuestiones han de ser analizadas.

En primer lugar se encuentra el hecho de estimar si el nivel de recursos financieros disponibles en una ECC es suficiente para minimizar la amenaza (y sus consecuencias) de quiebra. Sirvan para responder a esta cuestión los comentarios reflejados en la sección anterior relativos tanto al eventual uso del capital de una ECC como a la utilización de recursos financieros alternativos.

En segundo lugar, habría que plantearse qué hacer —y de qué herramientas disponer— ante la amenaza cierta de quiebra de una ECC y, consecuentemente, cómo gestionar que esa eventual quiebra sea manejada de tal manera que se limite el «contagio» a otros participantes de los mercados y se asegure la continuidad ordenada de sus funciones críticas dentro de la estructura de los mercados financieros.

En esa crucial etapa, disponer de planes de resolución adaptados a las especificidades propias de cada ECC ayudaría a mitigar (pero no a eliminar) los riesgos asociados a una situación extrema de estas entidades, contribuyendo, de ser necesario, a una resolución —y en su caso liquidación— ordenada de la ECC.

A continuación se señalan cuáles deberían ser —al menos desde el punto de vista teórico— las consideraciones que ayuden a conformar la orientación que debe de seguir un plan de resolución de una ECC:

- a) Una «prueba de resistencia —*stress test*—» estandarizada, pública y obligatoria debería ser utilizada para medir los recursos necesarios para la absorción total de pérdidas.
- b) Esta potencial absorción total de pérdidas debería estar totalmente respaldada por recursos financieros disponibles de la ECC.
- c) En la eventualidad de un incumplimiento grave, la ECC debería ser recapitalizada antes que inmediatamente liquidada para facilitar la continuidad de sus funciones críticas.
- d) En consecuencia, la ECC debería disponer de los adecuados recursos de recapitalización a través de un fondo de garantía que permitan la continuidad del negocio.
- e) Idealmente, la ECC debería asimismo contribuir al fondo de garantía con una participación máxima del 10 % del total del fondo o, alternativamente, similar a la de la mayor contribución de un miembro compensador individual.
- f) Una vez cubierto el mínimo anterior, la ECC debería disponer de la suficiente flexibilidad para distribuir y asignar los recursos financieros disponibles.

El papel que los reguladores deben desempeñar en el diseño de los planes de resolución y, en particular, en la «activación» del proceso de resolución es crucial. En las siguientes secciones se describe la respuesta de los reguladores al desafío creado por unas ECC reforzadas sistémicas, destacando el papel que, en particular, está teniendo el Consejo de Estabilidad Financiera como coordinador de las iniciativas regulatorias globales más relevantes.

No obstante lo anterior, hay que señalar que, en cualquier caso, es la autoridad de supervisión de la ECC la que debe determinar el momento en que esta es considerada inviable y entra en resolución.

A partir de ese momento, es la autoridad de resolución la que debe gestionar las acciones necesarias tendentes, entre otros, a recapitalizar la ECC una vez que todas las pérdidas han sido asignadas y pueda garantizarse la continuación de las funciones críticas desarrolladas por la ECC.

4 La respuesta de los reguladores globales ante unas ECC reforzadas

Como resultado del requerimiento de los líderes del G-20 relativo a la introducción de obligaciones de compensación, aquellas instituciones que pueden considerarse como reguladores globales han ido ofreciendo en los últimos años guías, recomendaciones y estándares que contribuyan a la adecuada gobernanza de las ECC y refuercen, en su caso, sus mecanismos de defensa (y resistencia) ante eventuales situaciones de crisis extrema.

A continuación se destacan cuatro iniciativas desarrolladas por los reguladores globales. Sin embargo, antes de comentar brevemente esas iniciativas, es conveniente señalar quiénes son esos reguladores globales en el ámbito de las ECC.

A los efectos de este artículo —y respecto de su relación con las ECC—, serían reguladores globales el FSB, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea —Basel Committee on Banking Supervision, BCBS—, el Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercados —Committee on Payments and Market Infrastructures, CPMI— y la Organización Internacional de Comisiones de Valores —International Organisation of Securities Commissions, IOSCO—.

Las iniciativas —concretadas en guías, recomendaciones o estándares— referidas anteriormente son las siguientes:

En primer lugar, habría que señalar los estándares relativos a una gestión adecuada y rigurosa del riesgo que se encuadran en los Principios para Infraestructuras de Mercados Financieros elaborados por CPMI-IOSCO en 2012³. Estos principios —mucho más exigentes que aquellos a los que reemplazaban— están siendo evaluados en la actualidad respecto de su aplicación consistente en diferentes jurisdicciones.

En segundo lugar, hay que mencionar las directrices de 2014 sobre recuperación⁴ que suplementan los Principios de CPMI-IOSCO. Estas directrices toman en consideración las clases de instrumentos o herramientas que las ECC (y otras infraestructuras de mercado) pueden utilizar para afrontar problemas financieros extremos que pueden amenazar la propia existencia de la ECC y establecen asimismo los vínculos entre recuperación y resolución.

En paralelo al ejercicio anterior, habría que señalar también la adopción por parte del FSB de un marco para la resolución de infraestructuras de mercados financieros, que forma parte del marco general sobre atributos clave de regímenes de resolución efectivos para instituciones financieras⁵. Hay que señalar, no obstante, que el documento del FSB no solo cubre a las ECC, sino también a los depositarios de valores, sistemas de

3 <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>.

4 <https://www.bis.org/cpmi/publ/d121.pdf>.

5 http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_141015.pdf.

liquidación de valores y almacenes de información de transacciones sobre valores (*Trade Repositories*).

En tercer lugar, hay que señalar el tratamiento específico que deberían tener las entidades crediticias en relación con sus exposiciones frente a las ECC. En este sentido, el BCBS ha revisado recientemente el marco de capital de Basilea II —que aplicaba un recargo cero de capital a estas exposiciones— para tener en cuenta el creciente papel (y el incremento de riesgo paralelo) desempeñado por las ECC. Uno de los puntos principales de este marco revisado es el tratamiento preferencial —en términos de requisitos adicionales de capital— dado a las ECC que podrían denominarse «cualificadas», esto es, ECC que están supervisadas de acuerdo con los Principios de CPMI-IOSCO⁶.

Finalmente, en cuarto lugar, hay que hacer referencia al incremento de la transparencia desarrollado en dos marcos de desglose de información elaborados conjuntamente por CPMI e IOSCO⁷, y que vienen a requerir desgloses de información a las ECC en materias como el tamaño de su riesgo de crédito, evaluación del riesgo de liquidez, garantías y colaterales demandados y aplicados, riesgos asociados al negocio, custodia e inversiones realizadas. Conviene señalar que la transparencia exigida es especialmente relevante para los participantes indirectos en las ECC, ya que estos no contribuyen a la gobernanza y gestión de la entidad.

5 El plan de trabajo del FSB sobre ECC

En el año 2009, los líderes del G-20 acordaron que todos los contratos de derivados estandarizados negociados OTC fuesen compensados centralizadamente a través de ECC. La declaración anterior —aun reconociendo los beneficios que supone la utilización de los servicios de una ECC— implica que estas deberán someterse a un marco regulatorio y de supervisión reforzado que favorezca su resistencia y promueva la adopción de planes de recuperación y resolución.

El papel que estas ECC reforzadas van a desempeñar en el sistema financiero implica, por tanto, que estas entidades habrán de ser resistentes tanto en lo que se refiere a los estándares de gestión del riesgo (incluida la realización periódica de *stress tests*) como a sus recursos financieros (garantías exigidas, fondos para cubrir incumplimientos y liquidez disponible). Ello permitirá a las ECC, por un lado, entender y mitigar sus riesgos y, por otro, afrontar los eventuales incumplimientos de sus miembros y las situaciones extremas.

Las ECC deben disponer de planes de recuperación que les permitan asignar ordenadamente las pérdidas ocasionadas y, paralelamente, generar liquidez adicional para salvaguardar su propia viabilidad sin comprometer la estabilidad de sus miembros o de otras instituciones financieras.

Finalmente, las ECC deberán disponer de planes de resolución que idealmente se activarán una vez las estrategias de recuperación de la entidad se hayan agotado.

BCBS, CPMI, IOSCO y FSB⁸ han acordado un plan de trabajo que permita coordinar sus respectivos trabajos y responsabilidades —a nivel internacional— en el desarrollo de estándares, principios y recomendaciones sobre ECC sistémicas, que tienen como objetivo:

6 <https://www.bis.org/publ/bcbs282.pdf>.

7 <https://www.bis.org/cpmi/publ/d125.pdf>.

8 <https://www.bis.org/cpmi/publ/d134b.pdf>.

- a) reforzar la resistencia de las ECC —trabajo que será completado por CPMI-IOSCO para mediados de 2016—, y
- b) generalizar el establecimiento de planes efectivos de recuperación para las ECC que puedan considerarse sistémicas siguiendo lo dictado en los Principios para Infraestructuras de Mercados Financieros. Este trabajo será llevado a cabo igualmente por CPMI-IOSCO, con la intención de tenerlo completado para mediados de 2016.

Respecto a la resolución de las ECC, es el propio FSB —a través de su Resolution Steering Group —ReSG— el que está liderando los trabajos en materia de resolubilidad que hasta la fecha se han materializado en la realización de un ejercicio de recopilación de los regímenes y planes de resolución de las ECC activas en las jurisdicciones que son miembros del FSB. Los resultados de este ejercicio señalan que los marcos de resolución para ECC no están bien desarrollados y que tampoco existen planes sistemáticos de resolución que contemplen la naturaleza interterritorial de las mayores ECC.

Finalmente, el ejercicio recopilatorio detecta la necesidad de realizar un trabajo adicional sobre resolución y planes de resolución y, asimismo, articular un procedimiento estructurado que permita realizar una evaluación periódica de su implementación.

Consecuente con lo anterior, el ReSG ha establecido a finales de 2015 un grupo de trabajo —Cross-border Crisis Management Group for Financial Market Infrastructures, —*fmiCBCM*— con la idea de que se convierta en un foro de autoridades para el intercambio de experiencias sobre resolución de ECC.

Más específicamente, el *fmiCBCM* abordará, entre otros, el desarrollo de estrategias de resolución y planes operacionales de resolución, el establecimiento de acuerdos de cooperación interterritorial, la identificación de obstáculos para la resolución de ECC derivados de las estructuras legales o los vínculos con otras infraestructuras de mercado (por ejemplo, los centros o plataformas de negociación de valores).

Está previsto también que el *fmiCBCM* colabore con CPMI-IOSCO y con un grupo de estudio —en el que, junto con los dos comités anteriores, participaría el FSB y el BCBS— en el análisis de las interdependencias entre las ECC y sus participantes, en la evaluación de la necesidad de recursos financieros adicionales (incluido el capital), así como en los acuerdos que garanticen la liquidez de los activos de una ECC en un proceso de resolución.

Para finales de 2016, el *fmiCBCM* informará al FSB de sus propuestas relativas a medidas adicionales y directrices sobre resolución y planes de resolución de ECC, planteando la necesidad, en su caso, de reforzar e incrementar los recursos financieros disponibles de una ECC ante la eventualidad de su resolución⁹.

6 Respuesta europea a la resolución de ECC

Las ECC están reguladas en el territorio de la Unión Europea mediante el Reglamento relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones —*European Market Infrastructure Regulation, EMIR*—¹⁰.

⁹ <https://www.bis.org/cpmi/publ/d134a.pdf>.

¹⁰ <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32012R0648&from=EN>.

La Regulación europea contempla, entre otros, los procedimientos para la autorización y supervisión de ECC, estableciendo, por ejemplo, un capital inicial y permanente de 7,5 millones de euros y señalando que en todo momento los recursos propios —capital, reservas y otras ganancias acumuladas— deberán ser suficientes para garantizar una liquidación o reestructuración ordenada de sus actividades en un plazo adecuado, así como una protección adecuada de las ECC frente a los riesgos de crédito, de contraparte, de mercado, operativos, jurídicos y empresariales.

EMIR, asimismo, detalla los requisitos que deben cumplir las garantías exigidas en las transacciones compensadas en las ECC, la creación de un fondo para cubrir eventuales incumplimientos, la gestión del riesgo de liquidez y la política que deben seguir las inversiones llevadas a cabo por las ECC.

Sin embargo, EMIR no entra en cuestiones relativas a la aplicación de un régimen de resolución de una ECC ni recoge en su articulado referencia alguna a la eventual elaboración de planes de recuperación y resolución.

Desde 2010, la Comisión Europea —COM— está evaluando la conveniencia de extender el régimen de recuperación y resolución de bancos a otras instituciones financieras no bancarias; por ejemplo, infraestructuras de mercados financieros. No obstante, el plan de trabajo de la COM para 2015 ya identifica a las ECC como un sector para el que es necesario un marco armonizado de recuperación y resolución.

La COM reconoce en su plan de trabajo que los procedimientos de insolvencia nacionales pueden no ser efectivos para gestionar el incumplimiento de una infraestructura de mercado, en particular de las de mayor tamaño. Cuando el incumplimiento sucede —y las funciones críticas de la infraestructura no son mantenidas— existe el riesgo de que esta situación pueda extenderse a otros ámbitos del sector financiero y de la economía en general, obligando a los Gobiernos a recurrir a fondos públicos para garantizar la estabilidad financiera.

En opinión de la COM —y para el caso específico de las ECC— es necesaria regulación que requiera la existencia de medidas que eviten el rescate por parte de los contribuyentes o que afecten a gran escala a los clientes de las ECC. Adicionalmente, las autoridades deberían disponer de las facultades suficientes para resolver situaciones extremas en las que una ECC es considerada como no viable.

A fecha de cierre de este artículo, no hay propuesta formal de regulación sobre recuperación y resolución de ECC por parte de la COM, aunque se espera que sea hecha pública antes de que finalice 2015.

En relación con la propuesta de regulación de la COM, es esperable que tome en consideración los siguientes puntos:

- a) La futura regulación propuesta por la COM es previsible que siga, en líneas generales, los estándares, principios o recomendaciones de organizaciones internacionales; en particular, de aquellos coordinados por el FSB.
- b) Las disposiciones seguirán, en general, lo ya establecido en la regulación de recuperación y resolución de las entidades bancarias, esto es, lo contemplado en la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria de 2014,

manteniendo, eso sí, las especificidades propias del modelo de negocio de las ECC.

- c) Es previsible que se requiera que los Estados miembros establezcan autoridades de resolución para las ECC. Estas autoridades pueden ser bancos centrales, las autoridades de supervisión de las ECC o cualquier otra autoridad pública administrativa designada por el Estado miembro.
- d) Teniendo en cuenta que EMIR ya ha establecido colegios de supervisores para las ECC, podrían establecerse igualmente colegios de autoridades de resolución que eventualmente aprobaran los planes de resolución, dada la naturaleza interterritorial de un número significativo de ECC.
- e) Las autoridades competentes deben disponer de facultades y herramientas adecuadas para intervenir tempranamente en las operaciones de una ECC cuya viabilidad está en riesgo, y siempre antes de que la entidad pueda entrar en incumplimiento y pueda afectar a la estabilidad financiera.
- f) Salvo excepciones muy concretas, la posibilidad de una «recapitalización preventiva» por parte del Estado —a diferencia de las entidades de crédito— no debería aplicarse a las ECC.
- g) La regulación deberá contemplar, entre otros, el tratamiento que —en caso de resolución— se le da a las garantías aportadas por los miembros de la ECC, y también, en su caso, el grado de participación que tendría el capital de la propia ECC ante la eventualidad de su incumplimiento —*skin in the game*, en su denominación inglesa—. .
- h) La regulación, finalmente, debería proponer —de considerarlo necesario— modificaciones armonizadas de los regímenes nacionales de insolvencia para adaptarlos al nuevo régimen de resolución europeo.

6.1 OBSERVACIONES A LA EVENTUAL PROPUESTA DE REGULACIÓN SOBRE RESOLUCIÓN DE LA COM

Teniendo en cuenta las disposiciones que podría contener la propuesta de regulación sobre resolución de la COM, se realizan a continuación una serie de observaciones:

- a) Es razonable que las disposiciones que adopte la futura regulación de resolución de ECC sean similares —en la medida de lo posible y con las excepciones necesarias— a las disposiciones reflejadas en la Directiva de Recuperación y Resolución Bancaria.
- b) Parece también razonable que, ante la eventual resolución de una ECC en el ámbito de la Unión Europea, esta pueda ser abordada en un colegio de autoridades de resolución, que debería seguir las líneas de los colegios de supervisores establecidos por EMIR.
- c) El hecho de que el estatus jurídico de las ECC en la Unión Europea no esté armonizado, ya que algunas de las ECC tienen licencia bancaria —y, por tanto, acceso al «dinero del banco central»—, mientras que otras no disponen de esa licencia, puede ocasionar desventajas competitivas que deberían ser abordadas y mitigadas por la futura regulación.

- d) La posibilidad de una recapitalización con fondos estatales de una ECC debería contemplarse como una medida extrema y sujeta a la importancia sistémica de la ECC en cuestión.
- e) Debería contemplarse también la posibilidad de establecer (con cautelas) la responsabilidad económica —*skin in the game*— de las ECC para cubrir la eventualidad de un incumplimiento.

7 Régimen aplicable en España

La inexistencia de legislación específica en España sobre recuperación y resolución de ECC no es óbice para que —en la eventualidad de que estas pudiesen entrar en una fase de incumplimiento o se detectase su inviabilidad— se disponga de mecanismos legales de actuación e intervención por parte de las autoridades.

El régimen general de insolvencia español —materializado en la Ley Concursal de 2003— reconoce ciertas especificidades en la aplicación del régimen general de insolvencia a las entidades financieras e infraestructuras de mercado, incluidas las ECC.

Algunas de esas particularidades reconocidas en la legislación son:

- a) La designación por parte de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) —en su capacidad de supervisor de las ECC en España— de administradores en el procedimiento judicial.
- b) La aplicación de normativa específica del mercado de valores —separación de las garantías en caso de insolvencia, finalidad de las transacciones, aplicación del régimen de garantías y colaterales— que rige por encima del régimen general de insolvencia.

En definitiva, aunque —como se ha señalado— no existe un régimen legal específico para resolución de ECC, sí existen mecanismos legales y herramientas de intervención que permitirían a las autoridades hacer frente a los riesgos derivados del incumplimiento de una ECC, así como mitigar los eventuales riesgos que pudieran existir para la estabilidad financiera.

Lo anterior, no obstante, no invalida la necesidad de disponer de una regulación europea específica sobre resolución de ECC que aborde en su conjunto —y no de una manera tangencial— esta materia y que, adicionalmente, tenga en cuenta la naturaleza interterritorial del negocio de las ECC.

8 Conclusiones

El objetivo último de un mecanismo de resolución de una ECC (igualmente aplicable a las entidades de crédito) es la mitigación del impacto que el incumplimiento de una entidad pueda tener en el sistema financiero y el evitar que el dinero del contribuyente tenga que ser —en última instancia— utilizado para «cubrir» los daños causados.

La entrada en resolución de una entidad —una vez determinada su inviabilidad por la autoridad competente supervisora— debe de ser adoptada por la autoridad de resolución designada, que deberá de aplicar de inmediato los mecanismos y herramientas contemplados en el plan de resolución.

En la medida en que es el «punto de no retorno o de inviabilidad» el que determina la intervención de la autoridad de resolución y la consecuente activación de los planes de resolución, sería conveniente una definición precisa de este en el marco legislativo de resolución.

En la eventualidad de un incumplimiento de una ECC, la autoridad de resolución debería asegurar la continuidad de sus funciones críticas, de tal manera que, entre otros, permita evaluar el grado de utilización de los mecanismos de recuperación —por ejemplo, los recursos dedicados a la absorción de pérdidas— y facilite la adopción e implementación de las medidas contempladas en el plan de resolución.

Relacionado con lo anterior, debería igualmente evaluarse la posibilidad de que —en el marco legislativo— se contemplase la eventual implementación de acuerdos para facilitar líneas de emergencia de liquidez para las ECC.

Finalmente, teniendo en cuenta las iniciativas regulatorias que en materia de resolución de ECC están llevando a cabo diversas jurisdicciones, hay que tener en cuenta la naturaleza global de los mercados de derivados y la consecuente naturaleza global del negocio de las ECC más relevantes. Por ello, es altamente recomendable que las discusiones sobre resolución sean dirigidas en foros internacionales que agrupen a reguladores y autoridades y que el resultado final sea un grado muy elevado de convergencia en las prácticas, mecanismos y planes de resolución que puedan adoptarse.

