

Capítulo 8

Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero

Marcelo Queiroga Reis

Analista de la Superintendencia de Supervisión de Mercados de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil

Luis Felipe Marques Lobianco

Analista de la Superintendencia de Desarrollo del Mercado de la Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil

Las infraestructuras del mercado financiero que tiene por misión facilitar el registro, la compensación, la liquidación y el pago de los diversos tipos de transacciones financieras, ejercen un papel crítico en el mantenimiento y perfeccionamiento de la estabilidad financiera global.

Estas infraestructuras se comportaron de forma positiva durante la reciente crisis. Sin embargo, eventos relacionados con la gestión de riesgos generaron importantes lecciones que motivaron a la Organización Internacional de las Comisiones de Valores (IOSCO) y al Comité de Sistemas de Liquidación y de Pagos (CPSS), a revisar y a actualizar las normas en vigor, incorporando requisitos actualizados y más exigentes.

Las principales innovaciones contenidas en los **Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero (FMI)**¹, buscan armonizar determinadas prácticas ya adoptadas en algunos países, que por cierto pasaron bien por la reciente crisis financiera como fue el caso de Brasil, donde desde 1994 todos los contratos de derivados extrabursátiles (OTC Derivatives) son registrados en una de sus “clearings” (CETIP o BM&FBOVESPA), además de contar con una contraparte central para determinados tipos de derivados extrabursátiles (OTC Derivatives), servicio prestado por BM&FBOVESPA.

La revisión engloba las tres normas existentes para infraestructuras del mercado financiero:

- *Core principles for systemically important payment systems* – CPSIPS (2001);
- *Recommendations for securities settlement systems* – RSSS (2001); y
- *Recommendations for central counterparties* RCCP – (2004).

¹ Financial Market Infrastructure (forma en la que fueron denominadas las infraestructuras en el período de revisión). Se puede acceder al documento en http://www.bis.org/publ/cpss94_es.pdf

Con la entrada en vigor en el inicio de 2012 (fecha prevista) de los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero, se sustituirán las tres normas anteriormente citadas. Está previsto también que las autoridades relevantes en cada jurisdicción, se comprometan a incluir dichos Principios en su estructura legislativa a final del mismo año, aplicándolos en el tiempo más breve posible, como parte de las actividades de supervisión, vigilancia y regulación.

Cabe destacar que, por tratarse de normas generales del mercado y no de sus infraestructuras, algunas recomendaciones contenidas en las normas RSSS (*Recommendations for securities settlement systems*) permanecen en vigor. Son las siguientes:

- RSSS 2: Confirmación de Negociación;
- RSSS 3: Ciclos de Liquidación;
- RSSS 4: Contrapartes Centrales;
- RSSS 5: Préstamos de Valores Mobiliarios;
- RSSS 6: Centrales Depositarias de Valores Mobiliarios; y
- RSSS 12: Protección de los Clientes.

A continuación, se presenta la relación entre las normas ya existentes y los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero:

Correspondencia entre normas actuales y normas propuestas

CPSIPS	Principio o responsabilidad incluidos en el informe consultivo
1	Principio 1: Base Jurídica
2	Principio 23: Divulgación de reglas y procedimientos principales
3	Principio 3: Marco para la gestión integral de riesgos
4	Principio 8: Firmeza en la liquidación
5	Principio 4: Riesgo de crédito; Principio 5: Garantías; Principio 7: Riesgo de liquidez
6	Principio 9: Liquidaciones monetarias
7	Principio 17: Riesgo operativo
8	Principio 21: Eficiencia y eficacia
9	Principio 18: Requisitos de acceso y participación
10	Principio 2: Buen gobierno
RSSS	Principio o responsabilidad incluidos en el informe consultivo
1	Principio 1: Base Jurídica
2	Anexo C
3	Anexo C
4	Anexo C

RSSS	Principio o responsabilidad incluidos en el informe consultivo
5	Anexo C
6	Principio 11: Centrales depositarias de valores; Anexo C
7	Principio 12: Sistemas de liquidación de intercambio por valor
8	Principio 8: Firmeza en la liquidación
9	Principio 4: Riesgo de crédito; Principio 5: Garantías
10	Principio 9: Liquidaciones monetarias
11	Principio 17: Riesgo operativo
12	Principio 14: Segregación y movilidad; Principio 16: Riesgo de custodia y de inversión; Anexo C
13	Principio 2: Buen gobierno
14	Principio 18: Requisitos de acceso y participación
15	Principio 21: Eficiencia y eficacia
16	Principio 22: Normas y procedimientos de comunicación
17	Principio 23: Divulgación de reglas y procedimientos principales
18	Responsabilidades de bancos centrales, reguladores del mercado y otras autoridades pertinentes
19	Principio 20: Enlaces con otras FMI
RCCP	Principio o responsabilidad incluidos en el informe consultivo
1	Principio 1: Base jurídica
2	Principio 18: Requisitos de acceso y participación
3	Principio 4: Riesgo de crédito
4	Principio 5: Garantías; Principio 6: Márgenes
5	Principio 4: Riesgo de crédito; Principio 5: Garantías; Principio 6: Márgenes; Principio 7: Riesgo de liquidez
6	Principio 13: Reglas y procedimientos relativos a incumplimientos de participantes
7	Principio 16: Riesgo de custodia y de inversión
8	Principio 17: Riesgo operativo
9	Principio 9: Liquidaciones monetarias
10	Principio 10: Entregas físicas; Principio 12: Sistemas de liquidación de intercambio por valor
11	Principio 20: Enlaces con otras FMI
12	Principio 21: Eficiencia y eficacia
13	Principio 2: Buen gobierno
14	Principio 23: Divulgación de reglas y procedimientos principales
15	Responsabilidades de bancos centrales, reguladores del mercado y otras autoridades pertinentes

Además de mantener en vigor las normas RSSS 6 y RSSS 12, el Principio 11 se concentra en la gestión de riesgo de las Centrales Depositarias (CSDs) y el Principio 14 en la segregación y portabilidad de los activos y posiciones de clientes mantenidos por una contraparte central (CCP). IOSCO y el CPSS pretenden realizar en el futuro, la revisión de las normas dirigidas para el mercado en general.

La experiencia y el trabajo analítico realizado por el CPSS, por el Comité Técnico de IOSCO, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS), entre otros, también fueron

consideradas en la revisión de las normas. Además, fueron incorporados en la presente revisión los siguientes informes elaborados recientemente en conjunto por IOSCO y por el CPSS:

- *Guidance on the application of 2004 CPSS-IOSCO recommendations for central counterparties to OTC derivatives CCPs (2010)*².

Este documento ha sido incorporado al informe de Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero, como Anexo (ver el Anexo E). Hay que tener en cuenta que este asunto, conjuntamente con las TRs (*Trade Repositories*), son pilares de la revisión de las normas. El documento propugna que los contratos de derivados extrabursátiles pasen a ser liquidados por contrapartes centrales (CCPs), detallando prácticamente todas las etapas en la trayectoria de una CCP que venga a prestar ese servicio.

- *Considerations for TRs - Trade Repositories (2010)*.

Ese nuevo tipo de infraestructuras (FMI) también es uno de los pilares de la revisión. Su utilización por los mercados está fuertemente incentivada en el informe³. Por otro lado, como los TRs no enfrentan riesgos de crédito o de liquidez, los respectivos principios no les son aplicables. El informe de Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero lista, como se puede ver en la siguiente Tabla, la aplicabilidad general de los principios para tipos específicos de FMIs.

Aplicabilidad general de los principios a tipos específicos de FMI

Principio	Sistemas de pago	CSD y SSS*	CCP	TR
1. Base Jurídica	•	•	•	•
2. Buen gobierno	•	•	•	•
3. Marco para la gestión integral del riesgo	•	•	•	•
4. Riesgo de Crédito	•	•	•	
5. Garantías	•	•	•	
6. Márgenes			•	
7. Riesgo de liquidez	•	•	•	
8. Firmeza en la liquidación	•	•	•	
9. Liquidaciones en dinero	•	•	•	
10. Entregas físicas		•	•	
11. Centrales depositarias de valores		•		
12. Sistemas de liquidación de intercambio por valor	•	•	•	
13. Procedimientos por incumplimiento de participantes	•	•	•	

² El documento está en <https://www.bis.org/publ/cpss89.pdf>

³ Ver pag 11, Recuadro 1: Beneficios de los registros de operaciones para la política pública, del Informe de Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero

Principio	Sistemas de pago	CSD y SSS*	CCP	TR
14. Segregación y movilidad			•	
15. Riesgo general de negocio	•	•	•	•
16. Riesgo de custodia y de inversión	•	•	•	
17. Riesgo operativo	•	•	•	•
18. Requisitos de acceso y participación	•	•	•	•
19. Mecanismos de participación con varios niveles	•	•	•	•
20. Enlaces con FMI	•	•	•	•
21. Eficiencia y eficacia	•	•	•	•
22. Normas y procedimientos de comunicación	•	•	•	•
23. Divulgación de normas y principales procedimientos	•	•	•	•
24. Divulgación de datos de mercado				•

*La aplicación de ciertos principios a las CSD y los SSS variarán con arreglo a la configuración de la FMI

De acuerdo con las directrices del G-20, los contratos de derivados extrabursátiles deben ser registrados, y los “*Trade Repositories*” pasan a ser reconocidos como infraestructuras del mercado financiero. Estos son proveedores de servicios de registro centralizado de datos de transacciones financieras. Las funciones de un TR, cuando son permitidas por la legislación local, pueden también ser ejercidas por una firma responsable de sistema de pagos, por una central depositaria (CSD), o por una contraparte central (CCP), en adición a sus actividades principales.

Uno de los principales beneficios de la utilización de los TRs, que proviene de la centralización, de la calidad y de la confiabilidad de los datos que mantienen, es la mayor transparencia para el mercado, además de la provisión de esos datos para las autoridades relevantes, como bancos centrales y demás reguladores del mercado financiero y de capitales, en línea con las respectivas necesidades de información. Otras ventajas de la utilización de los *Trade Repositories*, son las siguientes:

- Reducción de riesgos de mercado;
- Mayor eficiencia operativa;
- Reducción de costes para participantes del mercado individualmente y para el mercado en general; y
- Promoción de la estabilidad financiera.

Además de la propia armonización generada por la unificación de las tres normas del CPSS/IOSCO, a continuación se enumeran las demás innovaciones contenidas en los Principios:

- **Aplicabilidad de los Principios:** Los Principios son aplicables a todas las entidades consideradas importantes, desde el punto de vista sistémico, esto es los Sistemas de Pagos, CSDs, SSSs, CCPs y TRs.

Un Sistema de Pago es considerado de importancia sistémica, si tiene potencial para dar inicio o para transmitir interrupciones o colapsos sistémicos en los mercados. Respecto a CSDs, SSSs, CCPs y TRs, en función de los papeles críticos que desempeñan en sus respectivos mercados, son considerados sistémicamente importantes. Sin embargo, las Autoridades Regulatoras podrán, siempre que lo justifiquen claramente, informar cuáles de esas cuatro infraestructuras de mercado no son consideradas importantes, a efectos sistémicos, y por tanto no se les aplicarán dichos principios.

- **Aplicabilidades Específicas:** La mayor parte de los principios son aplicables a todos los tipos de infraestructuras (FMIs). Sin embargo, una pequeña parte de éstos son relevantes sólo para tipos específicos de FMIs, como por ejemplo, los *Trade Repositories*.
- **Principio 6 – Margen:** Este principio, dirigido a contrapartes centrales (CCPs) trae importantes cambios, como el establecimiento de margen de confianza del 99% a ser utilizado en cualquier tipo de modelo de riesgo para el cálculo de márgenes. También pasa a ser obligatoria la realización de rigurosos *backtestings* diarios y de *stress testings* al menos mensualmente.
- **Principio 7 – Riesgo de Liquidez:** Uso de recursos y servicios de los bancos centrales en la gestión del riesgo de liquidez.
- **Responsabilidades:** También se hace mención a las responsabilidades de implementación, auto-evaluación y conformidad con los principios por parte de las FMIs, así como de las autoridades relevantes (Bancos Centrales y Reguladores del Mercado Financiero y de Capitales) en evaluar y tomar medidas para que las FMIs cumplan con las normas en vigor. Además de eso, está previsto que, tanto la auto-evaluación por parte de las FMIs, como las evaluaciones de las autoridades, deben ser públicamente divulgadas.

Se presentan a continuación algunas de las principales características de cada uno de los Principios aplicables a las Infraestructuras del Mercado Financiero (FMI):

Principio 1: Base jurídica

Una infraestructura del mercado financiero (FMI) deberá contar con una base jurídica que esté bien fundamentada, que sea transparente y exigible, y que cubra cada aspecto de sus actividades en todas las jurisdicciones pertinentes.

- Aplicable a todas las FMIs.

- Se refiere a la robustez de la base jurídica en la cual se fundamentan todas las actividades de las FMIs. Una base jurídica débil puede converger en riesgo sistémico.
- Forman la base jurídica: las leyes y reglamentos que rigen, entre otros asuntos, los contratos, las propiedades, casos de insolvencia, etc...
- Trata específicamente los TRs, debiendo ser transparente el status jurídico de las transacciones por estas registradas.
- La mayoría de los TRs almacenan datos de transacciones que no constituyen registros de operaciones legalmente exigibles. Sin embargo, algunos participantes del mercado pueden acordar que los registros de las operaciones mantenidos en los TRs contengan todos los datos económicos oficiales de un contrato legalmente vinculante, permitiendo así utilizar esos datos para fines de procesamiento de los negocios realizados. (La idea aquí es que los TRs, que tienen una función más informativa y de generación de transparencia, pueden ser también utilizados para fines de liquidación de contratos).

Principio 2: Buen gobierno

Una FMI deberá contar con unos mecanismos de buen gobierno que sean claros y transparentes, que fomenten la seguridad y la eficiencia de la propia FMI, y que respalden la estabilidad del sistema financiero en general, otras consideraciones de interés público pertinentes y los objetivos de las correspondientes partes interesadas.

- Es aplicable a todas las FMIs.
- Trata de la relación de las FMIs con sus controladores, con los miembros de las juntas directivas y dirección, y con partes interesadas, incluyendo los participantes (bancos, sociedades corredoras bursátiles), las autoridades relevantes, entre otros.
- Hace una fuerte mención a la cuestión de la transparencia en la divulgación de sus políticas, objetivos y demás procedimientos.

Principio 3: Marco para la gestión integral de riesgos

Una FMI deberá disponer de un sólido marco de gestión de riesgos para gestionar de manera integral el riesgo legal, de crédito, de liquidez y operativo, entre otros.

- Se aplica a todas las FMIs.

- En las normas anteriores estaba contenido sólo en el CPSIPS (Core Principles/2001).
- Establece que las FMIs deben poseer una visión integrada y general de los riesgos a que están expuestas.
- Trata más de la parte operacional de la gestión de los riesgos, con su identificación, políticas, procedimientos, como el control interno, y otros.

Principio 4: Riesgo de crédito

Una FMI deberá medir, controlar y gestionar de forma eficaz el riesgo de crédito derivado de sus participantes y de sus propios procesos de pago, compensación y liquidación. Una FMI deberá mantener recursos financieros suficientes para cubrir su exposición crediticia a cada participante por su valor completo con un elevado grado de confianza. Asimismo, una entidad de contrapartida central (CCP) deberá mantener recursos financieros adicionales para cubrir una amplia gama de escenarios posibles de tensión, entre los que se incluirán, sin limitarse a ellos, escenarios de incumplimiento de [uno/dos] participante[s] y de sus filiales que puedan llegar a causar la mayor exposición crediticia agregada posible en caso de materializarse condiciones de mercado extremas pero plausibles.

- Riesgo de Crédito es el riesgo de que una contraparte pueda no ser capaz de cumplir completamente sus obligaciones financieras cuando deban o en cualquier tiempo futuro.
- Ese principio es aplicable a los Sistemas de Pagos, CSDs, SSSs y CCPs.
- Tratamiento que se dará en la gestión del riesgo de crédito (mención específica a CCPs, más rigurosa).
- Sistemas de Pagos, CSDs y SSSs: Colaterales y otros recursos financieros equivalentes deben ser requeridos para cubrir el 100% de sus exposiciones corrientes y futuras a su participantes, con un alto grado de confianza (sin especificarlo).
- CCPs: Márgenes deben ser requeridos para cubrir el 100% de sus exposiciones corrientes y futuras a sus participantes con grado de confianza del 99%.
- CCPs: Deben mantener recursos financieros adicionales suficientes para cubrir con largo alcance, potenciales escenarios de estrés, identificados en pruebas de estrés rigurosas y regulares, que deben incluir, pero no limitados al *default* de uno o dos participantes⁴ y sus afiliados, que podrían causar las exposiciones de crédito de mayor valor, en condiciones de mercado extremas, pero plausibles.

⁴ La definición entre uno o dos participantes y afiliados todavía está en discusión en la consulta pública.

Principio 5: Garantías (Colateral)

Una FMI que requiera garantías para gestionar su propio riesgo de crédito o el de sus participantes, deberá aceptar garantías que tengan un bajo riesgo de crédito, de liquidez y de mercado. Asimismo, la FMI deberá fijar y exigir límites de concentración y recortes de precios debidamente conservadores.

- Principio aplicable a los Sistemas de Pagos, CSDs, SSSs y CCPs.
- La colateralización de la exposición al riesgo de crédito protege a las infraestructuras del mercado y sus afiliados contra pérdidas potenciales del evento de crédito referente a uno de sus participantes.
- Este principio se refiere a la calidad de los activos aceptados por las FMIs como colaterales.
- Las características están explícitas en el párrafo principal, como los bajos riesgos de crédito, de liquidez y de mercado.
- Colaterales Transfronterizos: Si una Infraestructura acepta esos tipos de colaterales, debe identificar y mitigar cualesquiera riesgos adicionales asociados con su utilización y asegurar que estos puedan ser utilizados prontamente.

Para ser considerado Colateral Transfronterizo este debe poseer al menos una de las siguientes características extranjeras:

- 1) La moneda en que es denominado;
 - 2) La jurisdicción en la cual está localizado; y
 - 3) La jurisdicción en la cual está establecido el emisor.
- Restricción: no deben ser incluidos como colaterales títulos y valores mobiliarios de los propios participantes y de empresas ligadas a estos.

Principio 6: Márgenes

Una CCP deberá cubrir sus exposiciones crediticias frente a sus participantes con respecto a todos los productos a través de un sistema de márgenes eficaz, que esté basado en el riesgo y que sea revisado con regularidad.

- Principio aplicable sólo a las CCPs y que anteriormente estaba presente en las recomendaciones 4 y 5 de las RCCPs.

- Está interconectado al Principio 4 (Riesgo de Crédito).
- Hay que destacar que, incluso no imponiendo un tipo específico de modelo de evaluación de riesgo (VAR, por ejemplo), éste debe ser basado en riesgos y que requiera un volumen de margen suficiente para cubrir la exposición potencial futura de los participantes en un intervalo comprendido entre la última recogida de margen y el cierre de posiciones siguientes al *default* de un participante.
- El margen inicial deberá atender a un nivel de significancia unicaudal del 99% de confianza, para cada producto que esté cubierto con márgenes sobre una base de productos individuales, para cada *spread* en productos para los cuales se permitan la aplicación de márgenes en carteras, y para las pérdidas en las carteras de las propias *clearings*.
- Por lo menos una vez al día la CCP debe marcar las posiciones de los participantes en el mercado y recoger margen entre productos para los que la misma realiza la liquidación o entre productos liquidados por ésta y por otra CCP, en caso de que el riesgo de precio de su producto posea correlación significativa y confiable con el de otro.
- La CCP debe realizar *Backtesting* diariamente y Prueba de Estrés al menos mensualmente.
- La CCP debe revisar y revalidar su sistema de gestión de márgenes regularmente (no hay un período específico).

Principio 7: Riesgo de liquidez

Una FMI deberá medir, controlar y gestionar de forma eficaz su riesgo de liquidez. Asimismo, una FMI deberá mantener recursos netos suficientes para poder efectuar liquidaciones mismo día y, en caso oportuno, liquidaciones intradía, de sus obligaciones de pago con un elevado grado de confianza con arreglo a una amplia gama de escenarios posibles de tensión, entre los que se incluirán, sin limitarse a ellos, escenarios de incumplimiento de [uno/dos] participante[s] y de sus filiales que puedan llegar a causar la mayor necesidad de liquidez agregada posible en caso de materializarse condiciones de mercado extremas pero plausibles.

- El riesgo de liquidez en una infraestructura (FMI) es aquel derivado de la no liquidación de las obligaciones de pago por la propia infraestructura, por uno o más de sus participantes, o por otras entidades, como parte del proceso de compensación y liquidación.
- Principio aplicable a los Sistemas de Pagos, CSDs, SSSs y CCPs.
- Todavía está en discusión si serán necesarios contar con uno o dos participantes en el establecimiento del escenario de no cumplimiento de las obligaciones.

- Para los fines de este principio, los recursos netos incluyen efectivo (cash) disponible en el Banco Central de emisión y en bancos comerciales solventes, así como colaterales altamente comercializables mantenidos en custodia, e inversiones fácilmente disponibles en régimen de un mismo día y que también sean convertibles en efectivo con mecanismos de financiación previamente acordados, incluidas las líneas de liquidez comprometidas, swaps de cambio y repos.
- Otro punto importante insertado en este principio es sobre la posibilidad de acceso de las FMIs a servicios, como por ejemplo, gestión de colaterales, o créditos por parte de bancos centrales en sus respectivas jurisdicciones. En caso que exista tal acceso, la infraestructura debe utilizarlo como forma de aumentar el grado de gestión del riesgo de liquidez.

Principio 8: Firmeza en la liquidación

Una FMI deberá proporcionar servicios de liquidación definitivos con claridad y convicción, como mínimo, al finalizar la fecha valor. Cuando sea necesario y preferible, una FMI deberá proporcionar servicios de liquidación definitivos intradía y en tiempo real.

- Principio aplicable a los Sistemas de Pagos, CSDs, SSSs y CCPs.
- Este principio trae prácticamente las mismas orientaciones contenidas en las normas anteriores, estableciendo que la infraestructura debe definir con claridad en qué momento la liquidación de un pago, una instrucción de transferencia, u otra obligación pasa a ser irrevocable e incondicional.

Principio 9: Liquidaciones monetarias

Una FMI deberá realizar sus liquidaciones monetarias en dinero del banco central cuando sea posible y estos recursos estén disponibles. En caso de no utilizarse dinero del banco central, la FMI deberá minimizar y controlar estrictamente el riesgo de crédito y de liquidez derivado del uso de dinero de bancos comerciales.

- Las normas contenidas en ese principio ya existían en las tres normas anteriores (CPSIPS, RSSS y RCCCP) y es aplicable a los Sistemas de Pagos, CSDs, SSSs y CCPs.
- Ese principio establece de forma bastante directa que las liquidaciones financieras deben ser realizadas en dinero del banco central, pero posibilitando que sean utilizados otros activos financieros, siempre que posean poco o ningún riesgo de liquidez.
- Una alternativa cuando no pudiere ser utilizado dinero del banco central es el uso de dinero de banco comercial.

Principio 10: Entregas físicas

Una FMI deberá establecer claramente sus obligaciones con respecto a la entrega de instrumentos físicos o materias primas y deberá identificar, controlar y gestionar los riesgos asociados a tales entregas físicas.

- Las normas descritas en ese principio estaban contenidas en la RCCP 10 y es aplicable a los CSDs, SSSs y CCPs.
- Lo importante es que sean claramente definidas las obligaciones relativas a entregas físicas de *commodities* o de instrumentos financieros por las FMIs para las cuales esa norma se aplica.

Principio 11: Centrales depositarias de valores

Una central depositaria de valores (CSD) deberá disponer de reglas y procedimientos adecuados que contribuyan a garantizar la integridad de las emisiones de valores y a minimizar y gestionar los riesgos asociados a la salvaguarda y transferencia de valores. Una CSD deberá mantener valores que estén inmovilizados o desmaterializados para que puedan transferirse mediante anotaciones en cuenta.

- Principio aplicable a las CSDs.
- Ese principio era regulado anteriormente por la RSSS 6 (2001).
- La nueva normalización amplió y reforzó el rol de responsabilidades de las CSDs, enfatizando la segregación de activos de los clientes. La medida tiene el objetivo de proteger contra el riesgo de custodia.
- El informe dispone sobre la posibilidad de que una central depositaria provea otro tipo de servicios, además de la guarda y administración de activos. En ese caso, la CSD debe identificar, monitorear y administrar los riesgos asociados a las demás actividades, particularmente los riesgos de crédito y de liquidez.

Principio 12: Sistemas de liquidación de intercambio por valor

Si una FMI liquida operaciones que implican la liquidación de dos obligaciones vinculadas (por ejemplo, operaciones con divisas o valores), deberá eliminar el riesgo de principal condicionando la liquidación definitiva de una obligación a la liquidación definitiva de la otra.

- Este principio es aplicable a los Sistemas de Pagos, CSDs, SSSs y CCPs.

- El texto es bien claro y específico y el principal cuidado a ser tomado por la FMI que provee un sistema de liquidación por intercambio de valor; en operaciones vinculadas, es el de eliminar el riesgo, vinculando la liquidación definitiva de la obligación en una parte y la liquidación definitiva de la otra.
- La preocupación existente es que, en función del riesgo principal que involucra el valor total de la transacción, la pérdida sustancial de crédito y fuertes presiones de liquidez pueden surgir el *default* de una contraparte, o de forma más general, de la falla en la liquidación por completo de la operación de obligaciones vinculadas.

Principio 13: Reglas y procedimientos relativos a incumplimientos de participantes

Una FMI deberá disponer de reglas y procedimientos eficaces y claramente definidos para gestionar incumplimientos de participantes que permitan a la FMI tomar medidas oportunas para contener las pérdidas y las presiones de liquidez, y continuar cumpliendo con sus obligaciones.

- Se debe aplicar a los Sistemas de Pagos, CSDs, SSSs y CCPs.
- Esta regla estaba prevista en la RCCP 6 y conlleva reglas que se relacionan también con la cuestión de la transparencia, pues determina que los aspectos principales de sus reglas y procedimientos en casos de *default*, estén disponible al público.
- Lo más importante es que los procedimientos y reglas para casos de *default*, faciliten la continuación del funcionamiento de la FMI y que también limiten los efectos de esparcimiento del evento de un participante para los demás.

Principio 14: Segregación y movilidad

Una CCP deberá disponer de reglas y procedimientos que permitan la segregación y movilidad de posiciones y garantías que pertenezcan a clientes de un participante.

- El principio sobre segregación y portabilidad de activos es aplicado solamente a las contrapartes centrales (CCPs).
- Cabe destacar que las normas contenidas en este principio, a pesar de ser dirigidas a contrapartes centrales, no estaban previstas en las RCCPs, aunque de forma más general en la RSSS 12.
- Este principio trae innovaciones, recomendando que las CCPs deben tener ajustes de segregación y portabilidad que protejan las posiciones y los colaterales de sus clientes,

dentro de los parámetros legales de cada jurisdicción. La forma en que el principio está estructurado, busca suministrar cierta flexibilidad a las CCPs para alcanzar la segregación y portabilidad de los activos de sus clientes, así como para identificar las ventajas y desventajas asociadas con la utilización de cuentas “ómnibus” o individuales.

- También trae un guía sobre la forma por la cual los márgenes pueden venir a ser recogidos (bruto o neto) por las CCPs y explica cómo pueden ser alcanzados diferentes niveles de protección a sus clientes. Aunque presente opciones, el objetivo general es el de protección de las posiciones y de colaterales de los clientes, en el caso de eventos (insolvencia) de un participante.

Principio 15: Riesgo general de negocios

Una FMI deberá identificar, controlar y gestionar su riesgo empresarial general y mantener activos netos suficientemente líquidos financiados a través de su patrimonio neto para cubrir posibles pérdidas generales del negocio de manera que pueda continuar prestando servicios como empresa en funcionamiento. Esta cantidad deberá ser suficiente en todo momento para garantizar la reestructuración o liquidación ordenada de las actividades y servicios más importantes de la FMI durante un periodo de tiempo adecuado.

- Este principio, que no existía hasta ahora, es aplicable a todas las FMIs.
- El objetivo de esta norma es el control de los riesgos de negocio por parte de las infraestructuras de mercado, teniendo en cuenta sistemas de control y capitalización de la institución, adecuados.
- Riesgos relacionados:
 - a) Estrategia del negocio;
 - b) Flujo de Caja de la institución; y
 - c) Gastos Operativos.

Principio 16: Riesgo de custodia y de inversión

Una FMI deberá salvaguardar sus activos y minimizar el riesgo de pérdida o retraso en el acceso a los mismos, incluidos aquellos activos que hayan sido depositados por sus participantes. Las inversiones de una FMI deberán efectuarse en instrumentos que tengan riesgos de crédito, mercado y liquidez mínimos.

- Debe ser aplicado a los Sistemas de Pagos, CSDs, SSSs y CCPs.
- Se refiere a procedimientos de salvaguarda y controles internos a ser adoptados por las FMIs, para proteger sus propios activos, incluyendo aquellos enviados por sus participantes.
- FMI debe tener pronto acceso a esos activos, incluyendo aquellos enviados por sus participantes.

Principio 17: Riesgo operativo

Una FMI deberá identificar todas las fuentes plausibles de riesgo operativo, tanto internas como externas, y minimizar su impacto a través del uso de sistemas, controles y procedimientos adecuados. Los sistemas deberán disponer de un alto grado de seguridad y fiabilidad operativa, y tendrán una capacidad adecuada y versátil. Los planes de continuidad del servicio deberán tener como objetivo la recuperación oportuna de las operaciones y el cumplimiento de las obligaciones de la FMI, incluso en caso de que se produzcan alteraciones a gran escala.

- Principio aplicable a todas las FMIs.
- Debe ser establecido por la FMI un sistema de gestión de riesgo operativo robusto, con políticas, procedimientos y controles capaces de monitorearlos.
- Se refiere al día a día de la institución. De cómo sus sistemas de gestión de riesgo operacional deben ser capaces de evaluar las amenazas y vulnerabilidades referentes a institución.
- Ese principio es especialmente aplicable a los TRs, dado que éstos típicamente deben servir como única fuente de información para un determinado mercado, y puede ser el registrador central de transacciones; por lo que una falla operacional de éste puede generar interrupción significativa en el mercado al que sirve. Por eso, el riesgo clave de un TR es operacional.

Principio 18: Requisitos de acceso y participación

Una FMI deberá contar con criterios de participación objetivos, basados en el riesgo y que se encuentren a disposición del público, de modo que permitan un acceso justo y abierto.

- Principio aplicable a todos los tipos de FMIs.

- Las consideraciones clave describen de forma explicativa las obligaciones para las FMIs y los criterios a ser considerados por estas entidades.
- Una Infraestructura de Mercado debe permitir un acceso justo y abierto por parte de sus participantes directos y, cuando fuera el caso, de los participantes indirectos y de otras FMIs, en función de requisitos razonables de participación, en función de su riesgo.
- Cualquier restricción en los requisitos de participación de una FMI deberá estar justificado, en términos de seguridad y eficiencia para la FMI y para los mercados a los cuales ésta presta sus servicios, adaptándose a los riesgos específicos y con pública divulgación.
- FMI debe controlar y monitorear el cumplimiento de sus requisitos de participación de forma continuada y deberá disponer de claros procedimientos para facilitar la suspensión y la salida de uno de sus participantes que infrinja los requisitos de participación.

Principio 19: Mecanismos de participación con varios niveles

En la medida de lo posible, una FMI deberá identificar, entender y gestionar los riesgos a los que se enfrente en relación con sus mecanismos de participación con varios niveles.

- Ese principio es aplicable a todas las FMIs. Anteriormente no había norma específica sobre este asunto en los informes que están siendo revisados.
- Una FMI debe, entre otros aspectos, identificar y administrar sus riesgos potenciales provenientes de participación en varios niveles.
- La FMI debe asegurar que sus reglas y procedimientos para participantes directos le permitan recibir informaciones básicas sobre participantes indirectos, así como identificar, controlar y administrar las correspondientes concentraciones de riesgo e interdependencias más importantes.
- En la medida de lo posible, una FMI deberá identificar los participantes directos que actúen en nombre de un número relevante de participantes indirectos, o de participantes indirectos que tengan facturación diaria significativa para el sistema, o de participantes indirectos que sean mayores que los propios participantes directos que les dan acceso a la FMI, o aunque representen otros riesgos específicos.
- Otro elemento central contenido en este principio es que se una FMI identifica riesgos materiales que surjan a partir de los mecanismos de participación en varios niveles, ésta deberá revisar periódicamente las reglas y procedimientos del sistema para determinar si existen problemas potenciales con relación a la participación indirecta, relacionada a su estructura legal, firmeza de liquidación o funcionamiento estable del sistema. La FMI también deberá asegurarse de que la naturaleza de la participación de cada usuario del sistema está claramente definida.

Principio 20: Enlaces con otras FMI

Una FMI que establezca enlaces con una o varias FMI deberá identificar, controlar y gestionar los riesgos relacionados con estos enlaces.

- Se aplica a todos los tipos de FMI. Las reglas de este Principio eran establecidas anteriormente en la RSSSI 9 y en la RCCP 11.
- Una FMI puede venir a establecer vínculos con otras FMI, pero para mitigar los riesgos que potencialmente surjan con tales relaciones, FMI debe establecer controles adicionales de riesgos de contagio, incluyendo la provisión de recursos financieros adicionales o la armonización de los marcos de gestión de riesgos en estas FMIs.

Principio 21: Eficiencia y eficacia

Una FMI deberá ser eficiente y eficaz al cubrir las necesidades de sus participantes y de los mercados a los que preste sus servicios.

- Aplicable a todos los tipos de FMIs.
- Las principales consideraciones acerca de este Principio son:
 - a) Una FMI deberá contar con un diseño que satisfaga las necesidades de sus participantes y de los mercados en que preste sus servicios, en particular, con relación a su esquema de compensación y liquidación, estructura operativa, tipos de productos registrados, compensados o liquidados, y el uso de tecnologías y procedimientos.
 - b) También se establece que una FMI deberá contar con metas y objetivos claramente definidos que sean medibles y alcanzables, como por ejemplo, niveles mínimos de servicios, expectativas de gestión de riesgo y prioridades empresariales.
 - c) Una FMI también deberá contar con mecanismos establecidos para la revisión periódica de su eficiencia y eficacia.

Principio 22: Normas y procedimientos de comunicación

Una FMI deberá utilizar o tener en cuenta el uso de las normas y procedimientos de comunicación internacionalmente aceptados pertinentes para facilitar el registro, pago, compensación y liquidación eficientes en procesos que involucren otros sistemas.

- Ese Principio también es aplicable a todos los tipos de FMIs.

- Anteriormente estaba descrito en la norma RSSS I 6.
- Una FMI deberá utilizar o por lo menos tener en cuenta el uso de procedimientos de comunicación aceptados internacionalmente que puedan dar respaldo a la interoperabilidad entre las FMIs, sus participantes, clientes y otros usuarios, como proveedores externos de servicios y otras FMIs.
- También deberá utilizar o tener en cuenta la utilización de normas de comunicación internacionalmente aceptadas, como formatos estandarizados de sistemas de mensajería y normas de datos de referencia para identificar los instrumentos financieros y las contrapartes.
- Una FMI que opere a escala internacional deberá utilizar o por lo menos considerar, la utilización de procedimientos y normas de comunicación normalmente aceptadas.

Principio 23: Divulgación de reglas y procedimientos principales

Una FMI deberá disponer de reglas y procedimientos claros e integrales y deberá proporcionar suficiente información para permitir que los participantes cuenten con un entendimiento preciso de los riesgos que contraen al participar en la FMI. Todas las reglas pertinentes y los procedimientos principales deberán divulgarse públicamente.

- Esta norma se refiere a la cuestión de la transparencia
- Es aplicable a todos los tipos de FMIs.
- Determina que las FMIs deberán adoptar reglas y procedimientos claros e integrales con conocimiento amplio para todos sus participantes, y también deben ser divulgadas públicamente. Esta norma, aún guardando el acceso restringido a las autoridades competentes de cierta información sensible, genera más transparencia al disponer que informaciones relevantes de interés público deban ser divulgadas.
- Una FMI deberá divulgar descripciones claras del diseño del sistema y de sus operaciones, así como de los derechos, obligaciones, y riesgos que los participantes incurren al participar en una FMI concreta.
- Una FMI deberá proveer toda documentación y entrenamiento necesarios, para facilitar el entendimiento de los participantes con relación a las reglas y procedimientos de esa FMI.
- La FMI también deberá divulgar públicamente sus tarifas al nivel de servicios individuales, así como sus políticas de cualesquiera descuentos ofrecidos.

Principio 24: Divulgación de datos de mercado

Un registro de operaciones (TR) deberá proporcionar datos precisos y oportunos a las autoridades pertinentes y al público, en línea con sus respectivas necesidades.

- Otro principio relacionado a la cuestión de la transparencia, pero que posee la particularidad de ser aplicable sólo a los TRs.
- Este principio es más una innovación por ser relacionado a esta nueva forma de infraestructura de mercado, los *Trade Repositories*.
- Un TR deberá proveer a las autoridades pertinentes y el público datos que cubran las expectativas de los reguladores y del sector de forma exhaustiva, y que tengan nivel de detalle suficiente para mejorar la transparencia del mercado y respaldar otros objetivos en materia de política pública.
- Un TR deberá poseer procesos y procedimientos eficaces para proveer datos para las autoridades pertinentes de forma oportuna y adecuada, a fin de que permita el cumplimiento de sus compromisos de regulación y sus responsabilidades legales.
- Un TR también deberá disponer de sistemas de información sólidos, que proporcionen datos históricos y actuales correctos. Los datos deben ser dispuestos tempestivamente y en formato que permite su análisis con facilidad.

Finalmente y aunque no forma parte del cuerpo de los principios, el informe de los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero tiene un capítulo dedicado a las responsabilidades de los reguladores⁵, y ocho anexos.

Conclusiones

La entrada en vigor del informe conjunto CPSS/IOSCO de los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero traerá, sin duda, innovaciones en el ámbito del tratamiento de los datos de las negociaciones, con impactos positivos desde el punto de vista de una mayor transparencia de las informaciones sobre los negocios realizados (*post trade*), principalmente en relación al mercado de derivados extrabursátil (*OTC Derivatives*).

En efecto, los Principios traerán mayor transparencia, mayor robustez y seguridad a los mercados, principalmente para los derivados extrabursátiles, aumentando significativamente la capacidad de los mercados para superar momentos de estrés, como los ocurridos en

⁵ “Responsabilidades de los bancos centrales, los organismos de reglamentación del mercado y otras autoridades pertinentes en materia de infraestructuras de los mercados financieros”

la segunda mitad del año de 2008, cuando se observó una severa crisis de falta de liquidez financiera en los mercados globales.

Con la publicación de los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero, la creación de un ambiente para una mayor integración global entre los órganos reguladores también es un factor deseable. Sin embargo, en este sentido, no es tan corto el camino a seguir; teniendo en cuenta las diferencias legislativas de cada país para que los procedimientos para la obtención de información, en los casos de infraestructura transnacional, puedan ser más rápidos.

Las solicitudes de mayores niveles de garantía y margen para las operaciones de derivados, probablemente implicarán mayores costos para las infraestructuras de los mercados financieros, especialmente para las entidades de contrapartida central (CCPs). Aunque estas medidas deban traer compensaciones valiosas para todo el mercado, especialmente para las propias infraestructuras (FMIs), al pasar a transmitir mayor seguridad y confiabilidad para sus clientes, visto que la crisis financiera de 2008 tuvo como "combustible", entre otros factores: la falta de transparencia en los mercados de derivados y la falta de estructuras que diesen seguridad a las contrapartes de operaciones en esos mercados.

Al entrar en vigor, es probable que la adecuación de las diversas jurisdicciones a los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero tenga como efecto, en el medio plazo, una contribución adicional al desapalancamiento global de los mercados financieros. Tal hecho podrá tener algunos efectos negativos, como una menor contribución al PIB de los países que tengan mercados financieros más desarrollados, un hecho cuestionable. Sin embargo, si esto ocurre, se debe también reducir las posibilidades de una nueva crisis de gran magnitud como la de 2008, en gran medida generada por el apalancamiento financiero excesivo. Como los efectos de la crisis continúan, aún hoy se están sintiendo en todo el mundo, cada contribución positiva a la estabilidad financiera mundial es muy importante.