

ADIÓS AL LIBOR

María José Gómez Yubero

Responsable de la Unidad de Resolución y tareas específicas de Estabilidad Financiera

Comisión Nacional del Mercado de Valores de España

Índice

<i>I. Introducción.....</i>	<i>2</i>
<i>II. Libor: el índice más importante del mundo</i>	<i>2</i>
<i>III. 2021: El fin de Libor y su sustitución por RFR</i>	<i>3</i>
<i>IV. Situación en la zona euro y en otras jurisdicciones</i>	<i>9</i>
<i>V. Implicaciones y retos para las empresas financieras y no financieras.....</i>	<i>9</i>
<i>VI. Nivel de exposición pendiente.....</i>	<i>11</i>
<i>VII. Conclusiones.....</i>	<i>12</i>

ADIÓS AL LIBOR

María José Gómez Yubero¹

*Responsable de la Unidad de Resolución y tareas específicas de Estabilidad Financiera
Comisión Nacional del Mercado de Valores de España*

I. Introducción

En el contexto de la crisis financiera global iniciada en 2008, con unos mercados monetarios que vieron mermada su liquidez, se produjeron varios intentos de manipulación de los índices más importantes, que en aquel momento no estaban sujetos a regulación ni a supervisión pública y que calculaban entidades no reguladas sobre la base de estimaciones aportadas por un grupo de bancos, lo que los hacía especialmente vulnerables al abuso de mercado².

Esta situación derivó en una pérdida de confianza en los principales índices y dio lugar a que, en 2014, desde el G20 y el FSB impulsaran una de las reformas más importantes y complejas a las que se enfrenta actualmente el sistema financiero mundial³. Esta reforma tiene un doble objetivo: fortalecer índices ampliamente utilizados como el Libor, el Eonia y el Euribor (en adelante nos referiremos genéricamente a estos índices como *íbores*) y disponer de nuevas referencias basadas en tasas libres, o casi libres de riesgo (en adelante RFR) para impulsar su utilización en mercados apropiados.

Desde entonces se ha avanzado mucho en el fortalecimiento de los *íbores* y en el desarrollo de RFR. Estas reformas, que están siendo coordinadas a nivel internacional por el Consejo de Estabilidad Financiera (en adelante, el FSB por sus siglas en inglés), han dado lugar a importantes modificaciones legales, a la revisión de la gobernanza, metodología y control de los índices interbancarios, y a la creación de nuevos índices cercanos a libres de riesgo cuya implantación y desarrollo progresa con diferentes grados de avance.

Como resultado de estas reformas, las autoridades británicas han decidido que desaparezca el Libor y que sea sustituido por RFR. En la zona euro, sin embargo, se ha optado por una solución menos rupturista, ya que se contempla la coexistencia de diversos tipos de índices lo que lo que ofrecerá diferentes alternativas a los usuarios y favorecerá la eliminación de la concentración en un solo índice y, por tanto, la reducción de los riesgos que suponía la excesiva concentración en los índices interbancarios en su formato anterior.

Este artículo analiza la reforma y posterior cese en la publicación del Libor, compara su situación con la de la zona euro y refleja los principales desafíos para los participantes de los mercados que han de afrontar una adaptación sin precedentes para conseguir una transición ordenada que no suponga alteraciones en la estabilidad del sistema financiero.

II. Libor: el índice más importante del mundo

El LIBOR es el índice de referencia de tipos de interés más utilizado en el mundo. Esta referencia, que trata de reflejar el coste de financiación bancaria en los mercados mayoristas no garantizados, es calculada y publicada diariamente desde Londres por parte de ICE Benchmark Administrator

¹ La autora es responsable del seguimiento y la coordinación de la reforma de los índices de referencia en la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de su autora y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV.

² Un análisis del origen de las reformas y del contenido de las recomendaciones del FSB, de los principios de IOSCO en las que se basan y de la regulación europea a la que dan lugar puede encontrarse en Gómez-Yubero (2016). También Gómez Yubero y Palomero (2021) recoge un análisis actualizado del proceso de reforma, de su origen y de sus implicaciones.

³ FSB (2014).

(IBA)⁴ en cinco monedas y siete vencimientos a partir de las contribuciones (basadas en una cascada de datos que prioriza las transacciones reales hasta estimaciones objetivas basadas en el mercado) de los bancos del panel⁵.

El volumen de contratos e instrumentos referenciados a este índice se estima en unos 400 billones de dólares estadounidenses en el caso del Libor, casi el doble del volumen estimado ligado a los índices de referencia de la zona euro, el Eonia y el Euribor⁶. En conjunto, estas cifras representan más de siete veces el producto interior bruto (PIB) mundial, de acuerdo con las estadísticas del Fondo Monetario Internacional⁷.

“La continua dependencia de los mercados financieros globales del LIBOR plantea riesgos claros para la estabilidad financiera global”⁸. Esta es la principal conclusión del FSB que ha conducido a que la transición del LIBOR sea una prioridad del G20, si bien no exenta de importantes desafíos y riesgos.

III. 2021: El fin de Libor y su sustitución por RFR

A pesar de las medidas tomadas para su fortalecimiento, las autoridades del Reino Unido han considerado que el LIBOR no ha conseguido garantizar su sostenibilidad debido a la cada vez menor liquidez del mercado monetario que trata de representar y la consiguiente reducción del número de transacciones que sustentan su cálculo⁹. Esta conclusión llevó a la FCA británica a declarar en julio de 2017 que no obligaría a los bancos del panel del LIBOR a continuar participando en su determinación a partir de finales de 2021¹⁰.

Debido a la dependencia generalizada del Libor en sus cinco monedas en todo el mundo, este anuncio dio lugar a la puesta en marcha de acciones por parte de todas las autoridades miembros del FSB para promover la correcta transición del Libor antes de dicha fecha. Al mismo tiempo, gracias al compromiso de los grupos de trabajo en el Reino Unido, los EE.UU. y de otras jurisdicciones compuestos por participantes de los mercados e impulsados por los reguladores, supervisores y autoridades monetarias se han logrado avances clave en la identificación y transición hacia nuevas RFR que se ajustan a los principios establecidos por IOSCO para los índices de referencia financieros¹¹.

El cuadro 1 muestra los grupos de trabajo creados en las principales jurisdicciones, incluida la zona euro, las tasas alternativas libres de riesgo que han recomendado y sus principales características.

Estos grupos han recomendado las tasas libres de riesgo que se recogen en el cuadro 2, en función de su área monetaria correspondiente, para sustituir al Libor a partir de su desaparición en las diferentes divisas en las que se calcula. También han avanzado en la identificación de tasas alternativas adecuadas para los distintos tipos de contratos, tanto de contado como de derivados, en la identificación de barreras a la transición, en la propuesta e impulso de medidas para su eliminación y en la comunicación y toma de conciencia por parte de la industria.

4 <https://www.theice.com/iba>

5 La página web del administrador del Libor (www.theice.com/iba) ofrece información completa sobre la metodología de cálculo del índice y sobre el proceso de su desaparición.

6 Schrimpf, A. y Sushko, V. (2019).

7 Fondo Monetario Internacional (2020).






8 FSB y BCBS (2020).

9 Esta evolución responde a los cambios en la estructura del mercado a partir de la crisis de 2008, a las nuevas exigencias de capital regulatorio y requisitos de liquidez de los bancos, así como a los cambios en su apetito por el riesgo para su financiación a corto plazo.

10 FCA (2017).

11 IOSCO (2013).

Cuadro 1. Grupos de trabajo sobre RFR en las principales jurisdicciones

					
Grupo de trabajo	Alternative Reference Rates Committee (ARRC)	Working Group on Sterling Risk Free Rates	Working Group on Euro Risk Free Rates	National Working Group on Swiss Franc Reference Rate	Study Group on Risk Free Reference Rates
Tasa alternativa	Secured Overnight Finance Rate (SOFR)	Sterling Overnight Index Average (SONIA)	Euro Short Term Rate (€STR)	Swiss Average Rate Overnight (SARON)	Tokio Overnight Average Rate (TONAR)
Administrador	Reserva Federal de Nueva York	Banco de Inglaterra	Banco Central Europeo	SIX Swiss Exchange	Banco de Japón
Plazo	1 día (<i>overnight</i>)	1 día (<i>overnight</i>)	1 día (<i>overnight</i>)	1 día (<i>overnight</i>)	1 día (<i>overnight</i>)
Contrapartes	Entidades financieras	Entidades financieras	Entidades financieras	Bancos	Entidades financieras
Instrumentos	Repos	Depósitos no garantizados	Depósitos no garantizados	Repos	Depósitos no garantizados

Fuente: Working Group on Euro Risk Free Rates (2020) y elaboración propia.

Cuadro 2. RFR recomendadas para sustituir al Libor

	Tasa sustitutiva recomendada	Fecha de sustitución
Libor USD	SOFR	Diciembre de 2021 y junio de 2023
Libor GBP	SONIA	Diciembre de 2021
Libor CHF	SARON	Diciembre de 2021
Libor JPY	TONAR	Diciembre de 2021
Libor EUR	€STR	Diciembre de 2021

Fuente: Elaboración propia.

El pasado 5 de marzo de 2021, la FCA anunció oficialmente el cese de la publicación del Libor¹², tras analizar los resultados de la consulta pública realizada por el administrador del índice -IBA- en diciembre de 2020¹³. La desaparición del índice se realizará de acuerdo con el calendario del cuadro 3.

El uso global del Libor en dólares estadounidenses representa posiblemente el elemento más desafiante de esta transición. Se estima que el volumen de contratos e instrumentos financieros referenciados al Libor en dólares estadounidenses supera los 200 billones de dólares, por lo que la incertidumbre que rodea su sostenibilidad supone una amenaza potencial para la seguridad y solidez de las instituciones financieras individuales y del sistema financiero en su conjunto.

¹² FCA (2021a).

¹³ ICE Benchmark Administration (2020).

Cuadro 3. Calendario previsto para el cese en la publicación del Libor

A partir del 31 de diciembre de 2021	<ul style="list-style-type: none"> - Libor EUR: todos los vencimientos (1 día; 1 semana; 1, 2, 3, 6 y 12 meses) - Libor CHF: todos los vencimientos (1 día; 1 semana; 1, 2, 3, 6 y 12 meses) - Libor JPY: todos los vencimientos (1 día; 1 semana; 1, 2, 3, 6 y 12 meses) - Libor GBP: todos los vencimientos (1 día; 1 Semana; 1, 2, 3, 6 y 12 meses) - Libor USD: 1 semana y 2 meses.
A partir del 30 de junio de 2023	<ul style="list-style-type: none"> - Libor USD: 1 día; 1, 3, 6 y 12 meses.

Fuente: ICE Benchmark Administration (2020) y elaboración propia.

La ampliación del plazo de publicación del Libor USD durante un periodo adicional de 18 meses (hasta junio de 2021), siempre que el índice siga cumpliendo con la normativa aplicable, incluida su representatividad, permitirá que la mayor parte de los contratos existentes referenciados al Libor USD venzan antes de la desaparición del índice, con lo que se reducirá de forma significativa el volumen de contratos afectados¹⁴.

Sin embargo, en noviembre de 2020 y marzo de 2021, la Reserva Federal de Estados Unidos instó a las empresas financieras a que dejaran, tan pronto como fuera posible, de crear nuevos contratos que utilizaran cualquiera de los plazos del Libor para el dólar como tasa de referencia y, en cualquier caso, antes del 31 de diciembre de 2021¹⁵. En junio de 2021, el FSB e IOSCO han emitido sendas declaraciones en el mismo sentido¹⁶. También las autoridades de la Unión Europea han publicado un comunicado solicitando a las entidades supervisadas que dejen de utilizar el Libor en los nuevos contratos antes de enero de 2022¹⁷.

Dado el tiempo limitado disponible hasta finales de 2021, el FSB ha instado recientemente a los participantes del mercado y a las empresas de todo el mundo a actuar con urgencia para completar los pasos establecidos en su hoja de ruta de transición global y a los reguladores financieros globales y nacionales a mantener el impulso de la transición y a continuar monitoreando de cerca el progreso¹⁸.

La hoja de ruta de transición global, publicada por el FSB en octubre de 2020 y actualizada en junio de 2021, está destinada a crear conciencia sobre los pasos que las empresas financieras y no financieras deben tomar durante el corto periodo que resta hasta el final de 2021 para lograr con éxito la transición. El cuadro 4 recoge las fechas clave y los pasos definidos por el FSB.

¹⁴ De acuerdo con la declaración conjunta publicada por Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation (2020).

¹⁵ Board of Governors of the Federal Reserve System (2021).

¹⁶ FSB (2021a) y IOSCO (2021).

¹⁷ Comisión Europea, BCE Supervisión Bancaria, EBA y ESMA (2021).

¹⁸ FSB (2021c).

Cuadro 4. Propuesta del FSB sobre el plan de transición para el Libor, en síntesis

Las empresas ya deberían tener (y si no, deberían tenerlo de inmediato):	→ Haber identificado y evaluado todas las exposiciones al Libor existentes y aprobado un plan para la transición antes de finales de 2021.
Para la fecha de vigencia (25 enero de 2021) del Protocolo de ISDA, las empresas deberían:	→ Haberse adherido al Protocolo de ISDA.
Para finales de 2020, las empresas deberían:	→ Estar en condiciones de ofrecer a sus clientes préstamos no vinculados al Libor.
Para mediados de 2021, las empresas deberían:	→ Haber establecido planes para modificar los contratos vigentes cuando sea posible y haber adaptado sistemas y procesos para permitir el uso de tipos alternativos.
Para finales de 2021, las empresas deben:	→ Estar preparadas para el cese del Libor en todas las configuraciones GBP, EUR, CHF y JPY, y las configuraciones USD de 1 semana y 2 meses.
Para junio de 2023, las empresas deben:	→ Estar preparadas para el cese de las configuraciones restantes del Libor en USD.

Fuente: FSB (2021b). (Op. cit.¹⁹) y elaboración propia.

1. Adaptación de los contratos de derivados

Las autoridades de supervisión han intensificado sus esfuerzos para lograr una concienciación global acerca del alcance y la urgencia en la adopción de las RFR en los nuevos contratos, así como la conversión de contratos vigentes referenciados a Libor para hacer que pasen a estar referenciados a RFR así como la inclusión de cláusulas de reserva adecuadas que den cobertura a la situación de desaparición o discontinuidad de los índices. Especial relevancia en este ámbito merece el trabajo de ISDA, realizado por encargo del FSB, para la adaptación de los contratos marco de operaciones financieras de derivados.

ISDA ha diseñado un suplemento (*IBOR Fallbacks Supplement*) a sus definiciones de 2006 (*2006 ISDA Definitions*) aplicable a los nuevos contratos para recoger cláusulas de respaldo basadas en tasas libres de riesgo. También ha elaborado un protocolo (*IBOR Fallbacks Protocol*) de adhesión voluntaria para aquellas contrapartes que deseen adaptar los contratos ya existentes a las nuevas definiciones. Estos documentos fueron publicados en octubre de 2020 y su efectividad comienza a partir del 25 de enero de 2021 para las más de 14.600 entidades que se han adherido hasta ahora²⁰.

El FSB ha recomendado la adhesión por parte de todas las empresas financieras y no financieras afectadas a los documentos de ISDA²¹ para impulsar definitivamente la transición de los derivados en todas las monedas del Libor. Además, en su hoja de ruta de transición global²², el FSB también pide a las cámaras y plataformas de negociación, y proveedores de productos compensados y

¹⁹ <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P020621-1.pdf>

²⁰ La página web de ISDA recoge información completa sobre el funcionamiento del suplemento y del protocolo y también permite consultar el número y la identificación de las entidades, financieras y no financieras, que se han adherido hasta la fecha. ISDA (2021).

²¹ FSB (2020).

²² FSB (2021b).

negociados vinculados al Libor que los contratos se ajusten a las cláusulas contenidas en el Suplemento y en el Protocolo de ISDA.

2. Iniciativas para impulsar el uso de RFR

Uno de los principales factores para impulsar el uso de los nuevos RFR es la existencia de un mercado de líquido y profundo tanto en mercados de contado como de derivados referenciados a estos nuevos índices. Sin embargo, determinados segmentos del mercado han sido lentos en la adopción de las nuevas tasas de reemplazo. Así, en el caso del SOFR, que es el reemplazo recomendado por el regulador para Libor en dólares, muchas entidades crediticias han expresado una preferencia por las alternativas sensibles al crédito que replican el *spread* de financiación y la estructura de plazos incorporados en el Libor.

Con el objeto de impulsar el uso generalizado del SOFR y generar liquidez alrededor de este índice, las autoridades de Estados Unidos y los principales intermediarios financieros de Estados Unidos y el Reino Unido han desarrollado e impulsado la iniciativa «SOFR primero» (SOFR First)²³ diseñada para ayudar a reducir la dependencia del Libor dólar. Esta iniciativa tiene cuatro fases. La primera comenzó el 26 de julio con la solicitud de los intermediarios de sustituir negociación de swaps lineales (*linear swaps*) Libor por swaps lineales SOFR, manteniendo las pantallas de swaps lineales Libor solo para fines informativos hasta el 22 de octubre de 2021. Las siguientes fases de esta iniciativa se refieren a los swaps de divisas cruzadas (*cross-currency swaps*), derivados no lineales (*non-linear derivatives*) y derivados negociados en mercados organizado (*exchange-traded derivatives*).

Una iniciativa similar se llevó a cabo en Reino Unido relación con el SONIA, logrando que más del 70% del volumen en Libor pasara a negociarse en torno a SONIA. Tras la primera fase de la iniciativa “SOFR First”, el uso del SOFR ha aumentado notablemente. Según los datos de Clarus²⁴, el comercio de SOFR ahora representa el 30% del mercado de USD.

La realidad de estos mercados y la necesidad de disponer de tasas a plazo que incorporen las expectativas de futuro y el componente de riesgo de crédito presente en los *íbores* está dando lugar a la aparición de nuevos índices interbancarios, como el AMERIBOR²⁵ y BYSB²⁶ en EE. UU., cuyo uso podría coexistir con las tasas libres de riesgo en determinados segmentos del mercado. También son reseñables iniciativas recientes, como las de IBA y Refinitiv, que han lanzado tasas de referencia prospectivas a distintos plazos calculadas a partir de la tasa libre de riesgo SONIA²⁷. De igual modo, CME Group publica una tasa prospectiva basada en el SOFR para distintos plazos entre 1 y 12 meses²⁸.

²³ La iniciativa SOFR First fue diseñada por el Subcomité de Reforma de las Tasas de Interés de Referencia de la CFTC en junio de 2021 (CFTC (2021)) y apoyada por las autoridades de EE.UU. y de Reino Unido.

Véase <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8394-21>, <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/files/quarles-libor-presentation-20210611.pdf>, <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/fca-bank-england-sofr-us-dollar-interest-rate-swap-markets>

²⁴ Clarus Financial Technology (2021).

²⁵ AMERIBOR es un nuevo índice de referencia de tipo de interés creado por American Financial Exchange. Este índice refleja el coste de financiación de bancos pequeños, medianos y regionales de EE. UU. El mercado Cboe ofrece contratos de futuros sobre AMERIBOR. www.ameribor.net

²⁶ BSBY (Bloomberg Short-Term Bank Yield Indexes) es un conjunto de índices calculados por Bloomberg Index Services Limited (BISL). Se trata de una tasa de referencia sensible al crédito que incorporan los diferenciales de crédito bancario y una estructura de plazos. El índice trata de medir los rendimientos promedio a los que los grandes bancos globales acceden a la financiación mayorista marginal senior no garantizada en USD. Bloomberg (2021).

²⁷ Desde el pasado 11 de enero de 2021, IBA publica los índices ICE Term SONIA Reference Rates, que tratan de medir la tasa SONIA esperada en los plazos de 1, 3, 6 y 12 meses. La metodología de cálculo se basa en una cascada que utiliza precios y volúmenes de productos derivados de tipos de interés vinculados a SONIA. Muy similar es el índice Refinitiv Term SONIA rate.

²⁸ La metodología de cálculo y otras informaciones sobre el term SOFR puede encontrarse en Term SOFR - CME Group. <https://www.cmegroup.com/market-data/cme-group-benchmark-administration/term-sofr.html#>

Sin embargo, una declaración reciente publicada por IOSCO²⁹ alerta sobre las tasas sensibles al crédito que han surgido como alternativas al SOFR, ya que podrían reproducir algunas de las debilidades del Libor con unos mercados subyacentes poco profundos y se pone en duda el cumplimiento íntegro de los Principios de IOSCO sobre índices de referencia financieros. El uso generalizado de estas tasas, según el comunicado de IOSCO, sería preocupante desde la perspectiva de la integridad del mercado, de los riesgos de conducta y podría amenazar la estabilidad financiera.

3. Contratos heredados difíciles

Existe un gran número de contratos e instrumentos referenciados al Libor en todo el mundo que vencen después del 31 de diciembre de 2021, que no contienen disposiciones de reserva suficientemente sólidas para cubrir la desaparición de este índice y que no pueden renegociarse para incorporar una disposición de respaldo contractual antes de dicha fecha. Son los contratos conocidos como *contratos heredados difíciles* o *tough legacy*.

Para evitar que, llegado el momento del cese del índice, estos contratos pudieran verse afectados por una frustración contractual y litigiosidad que podría perturbar significativamente el funcionamiento de los mercados financieros, se han arbitrado en diferentes jurisdicciones soluciones para garantizar el funcionamiento ordenado continuo de estos contratos e instrumentos, que se refieren a deuda, préstamos, depósitos a plazo, valores y derivados, y hacer frente así a los riesgos sistémicos³⁰.

En la Unión Europea se ha aprobado una modificación del Reglamento de índices de referencia (*BMR Review*³¹) para introducir un mecanismo que permita a la Comisión Europea designar un tipo sustitutivo legal, a partir de las recomendaciones formuladas por los grupos de trabajo específicos sobre índices alternativos, que será de aplicación a todos los contratos e instrumentos financieros que no contengan un índice sustituto aplicable con carácter permanente y estén sujetos a la legislación de un Estado miembro de la Unión Europea. De este modo se garantizaría la continuidad de estos contratos en un marco de seguridad jurídica.

La Comisión Europea está actualmente considerando el uso de este nuevo poder en relación con el Libor para el franco suizo debido a que esta tasa de interés se utiliza en hipotecas minoristas en algunos Estados miembros de la Unión Europea³².

En el Reino Unido y en EE.UU. también se están desarrollando soluciones legislativas al problema del *tough legacy*. En Reino Unido, la FCA ha anunciado³³ que para evitar la interrupción de los contratos heredados que hacen referencia a las configuraciones Libor de 1, 3 y 6 meses en libras esterlinas y yenes japoneses, continuará publicándose durante 2022 un índice Libor “sintético” calculado a partir de las tasas RFR recomendadas para estas monedas. Este Libor sintético solo podrá usarse en los contratos heredados, pero no se podrá incorporar en nuevos contratos.

29 IOSCO (2021). *Statement on Credit Sensitive Rates*. 8 de septiembre. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD683.pdf>

30 En Gómez-Yubero (2020) puede encontrarse un análisis de las dificultades en la transición de contratos existentes (*tough legacy*).

31 Reglamento (UE) 2021/168 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 10 de febrero de 2021, por el que se modifica el Reglamento (UE) 2016/1011 en lo que respecta a la exención de determinados índices de referencia de tipos de cambio al contado de terceros países y a la designación de índices sustitutos de determinados índices de referencia en caso de cesación, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32021R0168&from=ES>

32 La Comisión Europea ha realizado una consulta pública para evaluar la conveniencia de designar una tasa de reemplazo legal del Libor para el franco suizo. Comisión Europea (2021).

33 FCA (2021b).

En EE. UU., el grupo de trabajo del ARRC ha propuesto una legislación³⁴ similar al nuevo marco aprobado en la Unión Europea, es decir, la designación legal de un índice sustitutivo para los contratos que carezcan de *fallbacks* adecuados.

Aunque hubiera sido deseable una línea de actuación más coordinada en todas las jurisdicciones que evite incertidumbre legal para contratos entre partes pertenecientes a diferentes jurisdicciones, es poco probable que ocurra debido a la dificultad de identificar una solución única válida para todo tipo de circunstancias y productos en efectivo y derivados. Por ello, los participantes de los mercados deben continuar sus esfuerzos para alejarse activamente del Libor antes de que finalice 2021, siendo conscientes de que puede haber soluciones legislativas que brinden alivio para algunos productos heredados, pero no para todos.

IV. Situación en la zona euro y en otras jurisdicciones

A diferencia del enfoque seguido por las autoridades competentes sobre el Libor USD y el Libor GBP, en la mayor parte de las jurisdicciones se ha optado por la coexistencia de los *íbores* reforzados y nuevas tasas libres de riesgo. Este es el caso de la zona euro, Australia, Canadá, Japón o Suiza, entre otras³⁵.

En la zona euro los cambios se concretan en la transición de Eonia a €STR, en la adaptación del Euribor al Reglamento (UE) 2016/1011 y en la disposición de índices a plazo que se puedan utilizar como alternativa en determinados contratos.

Las autoridades europeas han optado por un enfoque de coexistencia de índices (*multi-rate approach*) basado en la continuidad del índice Euribor y en la creación de una tasa libre de riesgo, el €STR, publicado por el BCE desde octubre de 2019 y que sustituirá al Eonia a partir de enero de 2022.

En paralelo, se ha llevado a cabo una reforma en el Euribor para adaptarlo a la nueva regulación. Con tal fin, se ha mejorado su metodología para reflejar mejor la situación del mercado y se ha reforzado el entorno de gobernanza y control que rodea su cálculo, con el valor añadido de que tanto el administrador como las entidades que aportan los datos para su cálculo están sujetos a supervisión.

V. Implicaciones y retos para las empresas financieras y no financieras

Siendo el Libor uno de los índices de referencia más utilizados internacionalmente, su próxima desaparición representa un evento de mercado significativo para los sistemas financieros y su sustitución por tasas libres de riesgo supone un nuevo paradigma para los mercados afectados. Ambos hechos exigen un compromiso significativo y un esfuerzo sostenido de las instituciones financieras y no financieras de todo el mundo.

Por ello, la CNMV, como autoridad competente en España en materia de índices de referencia, ha puesto en marcha varias iniciativas orientadas a facilitar el conocimiento y adaptación de la industria, como la organización de conferencias y seminarios y ha emitido una serie de recomendaciones dirigidas a las entidades sobre la conveniencia de realizar un seguimiento de los desarrollos y actuaciones de los grupos de trabajo y de los principales avances en el proceso de reforma, la

³⁴ ARRC (2020).

³⁵ En Gomez-Yubero y Palomero (2021) se presenta un panorama completo de las reformas emprendidas a nivel internacional, con particular atención a las áreas de influencia del Libor y a las reformas emprendidas en la zona euro, tanto en lo referente al nuevo €STR como a las medidas que han permitido la continuidad de Euribor.

identificación y evaluación de los riesgos y posibles impactos derivados de su exposición, el diseño de una estrategia global para planificar las acciones de implementación correspondientes y contar con una estructura organizativa adecuada para coordinar el diseño e implementación de los trabajos de transición.

El pasado 15 de junio, la CNMV organizó la III Conferencia sobre el «El Estado de la reforma de los tipos de interés de referencia» que, siguiendo la recomendación del FSB dirigida a las autoridades supervisoras de adoptar medidas que impulsen y faciliten la transición en sus respectivas jurisdicciones, tuvo como principal objetivo dar a conocer los pormenores del calendario previsto hasta la desaparición definitiva del índice, presentar el trabajo realizado por ISDA en la adaptación de los contratos de derivados y conocer la opinión y experiencia de expertos que debatieron y ofrecieron diferentes perspectivas sobre los hitos y desafíos pendientes para el cese del Libor³⁶.

El cuadro 5 resume las principales repercusiones para las entidades financieras y no financieras que fueron expuestas por representantes de compañías globales.

Cuadro 5. Resumen de los retos y preparación que supone el abandono del Libor para entidades financieras y no financieras

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

³⁶ Las presentaciones y el video de esta Conferencia, que también se refiere a la situación en la zona euro pueden obtenerse a través de la página web de la CNMV (www.cnmv.es) y de la publicación CNMV (2021).

Desafíos de la transición	
<p>1. Comprender la dimensión de la reforma y los riesgos inherentes a la transición:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Cuantificar y monitorizar las exposiciones al IBOR. - Entender cómo afecta a los contratos vigentes y cómo deben documentarse los nuevos. Valorar la necesidad de solicitar información a asesores. - Entender cómo afecta a la infraestructura que soporta los procesos del negocio. - Evaluar cómo afectan los desarrollos del mercado (cámaras de compensación, publicación de <i>spreads</i>, etc.). - Evaluar los riesgos y posibles impactos contables, legales, de negocio, operacionales, prudenciales y de conducta asociados con la transición en diferentes escenarios. - Considerar las obligaciones regulatorias y las recomendaciones de la industria. 	<p>2. Activamente reducir dependencia del Libor:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Planificar las acciones a implantar. - Definir escenarios y una hoja de ruta para la transición de productos <i>legacy</i>. - Usar de modo proactivo los RFR que sustituyen al Libor. - Considerar la necesidad de realizar la transición al operar con productos con vencimiento posterior a 2021. - Reducir la exposición al Libor y no sobreestimar el impacto de las medidas regulatorias en relación con el cese de comercialización de productos financieros. - Comunicarse con clientes y <i>stakeholders</i>.
Perspectiva de las entidades no financieras	
<ul style="list-style-type: none"> • La reforma Libor abarca muchos niveles dentro de las organizaciones: <i>front office</i>, <i>middle office</i>, contabilidad, <i>back office</i>, sistemas o legal, entre otros. Por ello es preciso definir una estrategia coordinada a nivel transversal en la organización, con especial énfasis en los aspectos e impactos jurídicos. • La reforma afecta tanto a los derivados financieros como a las posiciones de deuda subyacente cubiertas. Es preciso asegurar de que tanto el subyacente como el derivado de cobertura cambien al mismo índice para evitar problemas de contabilidad de cobertura. • El cambio han de ser documentado correctamente bien mediante la adhesión al Protocolo y Suplemento de ISDA o formalizando contratos bilaterales. • Los sistemas y procesos de las compañías han de ser adaptados para reflejar las nuevas formas de cálculo de los índices RFR cuya aplicación es más compleja ya que los cálculos se realizan <i>in arrears</i> y con composición diaria. 	

Fuente: López-Monís (2021) y Polo (2021).

VI. Nivel de exposición pendiente

Una reciente encuesta realizada por el FSB entre alrededor de 100 jurisdicciones³⁷ estima un nivel de exposición a instrumentos referenciados a Libor con vencimiento más allá de 2021 todavía muy elevado a nivel global, particularmente a USD Libor. En las jurisdicciones no Libor (es decir, aquellas con monedas diferentes de las cinco que configuran el Libor) también presentan un nivel de exposición elevado tanto a Libor USD como a Libor Euro³⁸. El cuadro 6 muestra los resultados de las estimaciones alcanzadas por el FSB con base en esta encuesta.

³⁷ Esta encuesta se envió por el FSB a 96 jurisdicciones (tanto pertenecientes al FSB como no pertenecientes). Se recibieron un total 51 respuestas (25 de miembros del FSB y 26 de no miembros del FSB). FSB (2021c).

³⁸ Entre las jurisdicciones no Libor que participaron en la encuesta del FSB se encuentran 9 países del área Latinoamericana: Argentina, Brasil, Méjico, Chile, Colombia, Costa Rica, Guatemala, Perú y Uruguay. FSB (2021c).

Cuadro 6. Estimación de la exposición total a Libor después de 2021 (en billones de dólares estadounidenses)

	USD	GBP	EUR	JPY	CHF
Activos	7,53	1,66	0,51	0,30	0,08
Jurisdicciones Libor	5,65	1,54	0,23	0,29	0,05
Jurisdicciones no Libor	1,88	0,12	0,28	0,01	0,03
Pasivos	2,47	0,16	0,01	0,16	0,81
Jurisdicciones Libor	2,08	0,13	0,01	0,16	0,80
Jurisdicciones no Libor	0,38	0,02	0,00	0,00	0,01
Derivados	106,43	29,64	24,20	11,69	2,91
Jurisdicciones Libor	92,06	27,87	0,58	11,32	2,85
Jurisdicciones no Libor	14,38	1,77	23,62	0,37	0,06
Total Jurisdicciones Libor	99,79	29,54	0,82	11,77	3,70
Total Jurisdicciones no Libor	16,64	1,91	23,90	0,38	0,10

Fuente: FSB (2021c) y elaboración propia.

En este informe, el FSB reconoce que los mercados emergentes y las economías en desarrollo en las que existe una alta dependencia del Libor, especialmente del Libor dólar, son en general menos conscientes y están menos preparados para la transición. Incluso, las instituciones financieras de algunas de estas zonas no han comenzado a planificar la transición o han comenzado recientemente. Por ello, el FSB solicita a las autoridades de estas jurisdicciones que intensifiquen sus esfuerzos para promover la concienciación de su industria y la adopción de las medidas necesarias para afrontar la transición.

VII. Conclusiones

La cuenta atrás ha empezado. El Libor no se podrá utilizar en nuevos contratos financieros a partir de finales de este año por lo que es prioritario completar la transición a tasas alternativas sólidas. Los retos que ello implica han de ser abordados conjuntamente por las instituciones, financieras y no financieras, y por las autoridades supervisoras para apoyar un uso cada vez mayor de las tasas libres de riesgo y la consiguiente reducción de la dependencia del Libor mediante una preparación adecuada y una transición debidamente planificada y gradual que evite los perjuicios que provocaría un cese repentino del índice en los flujos de pagos a nivel mundial y en el funcionamiento de los mercados.

Culminar este proceso requerirá, tal y como se ha venido haciendo hasta ahora, una intensa acción y compromiso coordinados de los sectores público y privado para apoyar este esfuerzo de transformación y respaldar la estabilidad financiera de manera sostenible.

Bibliografía

- ARRC (2020). Proposed Legislative Solution to Minimize Legal Uncertainty and Adverse Economic Impact Associated with Libor Transition. 6 de marzo. <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2020/ARRC-Proposed-Legislative-Solution.pdf>
- Banco Central Europeo (BCE) (2019). Euro money market study 2018. Septiembre. https://www.ecb.europa.eu/pub/euromoneymarket/html/ecb.euromoneymarket201909_study.en.html#toc2
- Bloomberg (2021). “BSBY report: Additional analysis and key facts”. 1 de julio. https://assets.bbhub.io/professional/sites/27/Bloomberg_BSBY_Report_070121-1.pdf
- Board of Governors of the Federal Reserve System (2021). Assessing Supervised Institutions’ Plans to Transition Away from the Use of the LIBOR. 9 de marzo. <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/srletters/SR2107.htm>
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Office of the Comptroller of the Currency, Federal Deposit Insurance Corporation (2020). Statement on LIBOR Transition. 30 de noviembre. <https://www.fdic.gov/news/press-releases/2020/pr20129a.pdf>
- Clarus Financial Technology (2021). “August 2021 – What Happened?”. 1 de Septiembre. https://www.clarusft.com/august-2021-what-happened/?utm_source=rss&utm_medium=rss&utm_campaign=august-2021-what-happened
- CFTC (2021). CFTC’s MRAC Subcommittee on Interest Rate Benchmark Reform Responses to Frequently Asked Questions (FAQs) on “SOFR First” Transition Initiative. 8 de junio. <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8394-21>
- CNMV (2021). *Estado de la reforma de los tipos de interés de referencia. Ponencias de la III Conferencia organizada por la CNMV el 15 de junio de 2021.*
- Comisión Europea (2021). Consultation Document. Targeted consultation on the designation of a statutory replacement rate for CHF LIBOR. 24 de marzo. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/business_economy_euro/banking_and_finance/documents/2021-chf-libor-rate-consultation-document_en.pdf
- Comisión Europea, BCE Supervisión, EBA y ESMA (2021). Joint Public Statement: Forthcoming cessation of all LIBOR settings. 24 de junio. https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.pr210624_annex~f47a27b92e.en.pdf?f4f8bf929bd5a3db17ce954fca08fd1f
- FCA (2017). *The future of Libor*. Discurso de Andrew Bailey, director ejecutivo de la FCA. 27 de julio. <https://www.fca.org.uk/news/speeches/the-future-of-libor>
- FCA (2021a). Announcements on the end of Libor. 5 de marzo. <https://www.fca.org.uk/news/press-releases/announcements-end-libor>
- FCA (2021b). Article 21(3) Benchmarks Regulation – Notice of First Decision. 10 de septiembre. <https://www.fca.org.uk/publication/libor-notice/article-21-3-benchmarks-regulation-first-decision-notice.pdf>
- FSB (2014). Reforming Major Interest Rate Benchmarks. 22 de julio. https://www.fsb.org/wp-content/uploads/r_140722.pdf

- FSB (2020). FSB encourages broad and timely adherence to the ISDA IBOR Fallbacks Protocol. 9 de octubre. <https://www.fsb.org/2020/10/fsb-encourages-broad-and-timely-adherence-to-the-isda-ibor-fallbacks-protocol/>
- FSB (2021a). Statement on smooth and timely transition away from LIBOR. 2 de junio. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P020621-4.pdf>
- FSB (2021b). Global Transition Roadmap for LIBOR. 2 de junio. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P020621-1.pdf>
- FSB (2021c). Progress Report to the G20 on LIBOR Transition Issues. Recent developments, supervisory issues and next steps. 6 de julio. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P060721.pdf>
- FSB y BCBS (2020). Supervisory issues associated with benchmark transition: Report to the G20. Julio. <https://www.bis.org/press/p200709.htm>
- Fondo Monetario Internacional (2020). World Economic Outlook Database. Octubre. <https://www.imf.org/en/Publications/SPROLLs/world-economic-outlook-databases#sort=%40imfdate%20descending>
- Gómez-Yubero, M.J. (2016). Gómez-Yubero, M.J. (2016). «*La regulación de los índices de referencia y la reforma del euríbor*». Banco de España, Revista de Estabilidad Financiera, n.º 31, pp. 9-26. <https://repositorio.bde.es/bitstream/123456789/11298/1/restfin2016311.pdf>
- Gómez-Yubero, M.J. (2020). «*De índices interbancarios a índices libres de riesgo*». Revista Análisis Financiero. Instituto Español de Analistas Financieros. Diciembre.
- Gómez-Yubero, M.J. y Palomero, M. (2021). «*Estado de las reformas de los índices de referencia de tipos de interés*». CNMV. *Boletín Trimestral 1/2021*, pp. 103 y ss. http://cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Boletin/BT_I_2021.pdf
- ICE Benchmark Administration (2020). Consultation on potential cessation. Diciembre. https://www.theice.com/publicdocs/ICE_LIBOR_Consultation_on_Potential_Cessation.pdf
- IOSCO (2013). Principles for Financial Benchmarks. Julio. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD415.pdf>
- IOSCO (2021). Statement on Benchmarks Transition. 2 de junio. <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD676.pdf>
- ISDA (2021). ISDA 2020 IBOR Fallbacks Protocol. List of Adhering Parties. Abril. <https://www.isda.org/protocol/isda-2020-ibor-fallbacks-protocol/adhering-parties>
- López-Monís, M. (2021). *Transición del Libor: retos y preparación para las entidades financieras globales*. CNMV, Estado de la reforma de los tipos de interés de referencia, Ponencias de la III Conferencia organizada por la CNMV el 15 de junio de 2021.
- Polo, A. (2021). *Transición del Libor: perspectiva de las entidades no financieras*. CNMV, Estado de la reforma de los tipos de interés de referencia, Ponencias de la III Conferencia organizada por la CNMV el 15 de junio de 2021.

- Schrimpf, A. y Sushko, V. (2019). «*Beyond Libor: a primer on the new reference rates*». BIS Quarterly Review. Marzo. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1903e.pdf
- Working Group on Euro Risk Free Rates (2020). Preparing for the interest rate benchmark reforms and the new risk-free rates. SG7 Communication and Education. Junio. https://www.ecb.europa.eu/paym/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/StandardSetOfSlides.pdf
- www.ameribor.net
- www.cnmv.es
- www.theice.com/iba