

El intercambio de garantías reales como mecanismo de gestión del riesgo de crédito de la contraparte en los mercados de derivados extrabursátiles (OTC)

José Francisco Canalejas Merín

Asociado del Área de Banca, Mercado de Capitales y Seguros de Gómez-Acebo & Pombo

Los nuevos requisitos de intercambio de garantías representan un cambio significativo en una práctica muy consolidada en los mercados de derivados extrabursátiles y suponen ciertos desafíos tanto de tipo práctico como operativo, que deberán gestionar los principales operadores antes de suscribir un contrato no compensado a través de una entidad de contrapartida central.

Introducción

Después de una compleja tramitación, las últimas normas de regulación del Reglamento (UE) 648/2012 (EMIR)¹ han desarrollado ciertos aspectos sobre las técnicas de reducción de riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados a través de una entidad de contrapartida central. Las contrapartes financieras y no financieras que superen determinados umbrales (NFC+) deben establecer procedimientos de gestión del riesgo que habrán de prever el intercambio de garantías reales (*universal two-way margin*) (ex art. 10.3 EMIR)². Las contrapartes deberán aportar o recibir márgenes de variación y, en su caso, márgenes iniciales, para mitigar el riesgo de crédito de la contraparte.

¹ Reglamento Delegado (UE) 2016/2251, de la Comisión, de 4 de octubre del 2016, por el que se completa el Reglamento (UE) 648/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que atañe a las normas técnicas de regulación sobre las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central.

² Las contrapartes pueden establecer en sus procedimientos de gestión de riesgos que no se intercambien garantías reales en relación con los contratos de derivados extrabursátiles no compensados de forma centralizada y celebrados con contrapartes no financieras o entidades no financieras establecidas en terceros países que no cumplan las condiciones de la letra b del artículo 10.1 del EMIR.

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

N. de la C.: En las citas literales se ha rectificado en lo posible —sin afectar al sentido— la grafía de ciertos elementos (acentos, mayúsculas, símbolos, abreviaturas, cursivas...) para adecuarlos a las normas tipográficas utilizadas en el resto del texto.

Las contrapartes establecidas en la Unión Europea podrán prever excepcionalmente en sus procedimientos de gestión del riesgo que no se exija la aportación o la percepción de márgenes respecto de los contratos celebrados con contrapartes establecidas en un tercer país cuando concurren determinadas circunstancias fijadas en la normativa.

Las operaciones intragrupo también pueden quedar total o parcialmente exentas, si no existe ni se prevé que vaya a haber impedimento práctico o jurídico alguno para la rápida transferencia de fondos propios o el reembolso de pasivos.

Las normas técnicas igualmente tienen en cuenta el carácter específico de los contratos de derivados extrabursátiles que se suscriben con emisores de bonos garantizados o con fondos de cobertura para bonos garantizados, por lo que establecen un tratamiento particular y ciertas excepciones al intercambio de márgenes.

Márgenes de variación y márgenes iniciales: ¿el *Big Bang* en los mercados OTC?

Estos nuevos requerimientos de márgenes de variación y márgenes iniciales son una de las claves de la reforma del mercado de derivados extrabursátiles (OTC) tanto a nivel europeo como internacional⁴, dado que no todos los contratos de derivados extrabursátiles son idóneos o aptos para su compensación. No obstante, a nadie se le debe escapar que el intercambio de garantías para tratar de mitigar el riesgo de crédito de la contraparte ya era una práctica bastante habitual⁵, salvo en los contratos de divisas. El término *collateralisation* se usa ampliamente en estos mercados para hacer referencia a diferentes tipos de garantías que son utilizadas para garantizar las operaciones entre las contrapartes.

El intercambio de garantías reales o *collateral* es un mecanismo que trata de mitigar el riesgo de crédito de la contraparte, permitiendo la absorción de las pérdidas ocasionadas por el incumplimiento de la contraparte, pero también es un mecanismo que intenta evitar un contagio que podría generar un riesgo sistémico. Los requerimientos de márgenes también pueden tener efectos macroprudenciales más amplios si se establecen además colchones o *buffers*.

Los márgenes se configuran como una medida de carácter regulatorio más dinámica y mucho más ajustada que los requerimientos de capital adicional fijos que se establecen para determinadas entidades sujetas a supervisión prudencial cuando operan en mercados de derivados. Esta medida debería ser además útil para que los participantes en los mercados valoraran el coste de la toma de posiciones (*risk-taking*) y puede ayudar a reducir ciertas vulnerabilidades del sistema financiero, aunque aún existen ciertas dudas sobre el impacto que pueden tener estos requerimientos en la liquidez de los mercados y los nuevos requerimientos pueden ocasionar un arbitraje regulatorio (a pesar de que se hayan establecido ciertas salvaguardas para evitar o mitigar las consecuencias negativas).

³ Véase <http://www2.isda.org/functional-areas/wgmr-implementation/> [consultado el 12 de febrero del 2017].

⁴ Basel Committee on Banking Supervision e International Organization of Securities Commissions (BCBS-IOSCO), *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, 2015. Disponible en: <http://www.bis.org/publ/bcbs261.pdf> [consultado el 12 de febrero del 2017].

⁵ No hay nada más que observar los *Credit Support Documents* del ISDA, en particular el CSA y, en operaciones nacionales, el anexo III del CMOF. V. gr., Hudson, A., *The Law on Financial Derivatives*, Sweet & Maxwell, 2006, 4.ª ed., pp. 535 y ss.

El margen de variación debe cubrir las exposiciones de las contrapartes relacionadas con el valor actual de mercado de los contratos de derivados extrabursátiles pendientes (*mark to market*). El importe del margen de variación que deben aportar o recibir las contrapartes se basa en el valor del conjunto de las operaciones compensables entre sí suscritas por las contrapartes y el valor de las garantías previamente intercambiadas. Por lo tanto, el importe del margen de variación será la suma del valor de las operaciones no compensadas de forma centralizada entre las partes que se encuentren sujetas a un acuerdo marco de compensación, menos el valor neto de cada una de las operaciones en el momento de suscripción del contrato, más el valor de todo margen de variación previamente aportado, menos el valor del recibido. Las valoraciones de las operaciones pendientes deberán realizarse a precios de mercado conforme a lo previsto en el artículo 11.2 del EMIR, salvo que las condiciones del mercado impidan proceder a una valoración a precios de mercado, en cuyo caso se utilizará un modelo fiable y prudente (valoración sustitutiva).

En cambio, el margen inicial debe cubrir la exposición de la contraparte en el intervalo que transcurra entre la última percepción de margen y la liquidación de las posiciones o de la cobertura del riesgo de mercado tras un impago (periodo de riesgo del margen). El importe del margen inicial que deben aportar o recibir las contrapartes se debe calcular mediante el método estándar establecido en las normas técnicas o mediante los modelos desarrollados por las contrapartes o terceros. Las contrapartes deben acordar el método que van a emplear cada una de ellas para el cálculo del importe de este margen, pero no están obligadas a utilizar un mismo método. El método estándar establece ciertos factores de recargo dependiendo de la categoría de derivado extrabursátil y un coeficiente de corrección para el cálculo del importe neto teniendo en cuenta el coste neto y bruto de reposición de un conjunto de operaciones compensables. Los modelos que podrían desarrollarse tendrán que cumplir los requisitos fijados en las normas técnicas, las cuales indican que deben reflejarse todos los riesgos significativos resultantes de la celebración de este tipo de contratos, así como la incertidumbre de los parámetros, la correlación, el riesgo de base y la calidad de los datos.

La aplicación del margen inicial será más reducida que la del margen de variación, aunque su impacto es muy relevante. Las contrapartes podrán prever en su políticas que no se perciba el margen inicial respecto de los contratos a plazo sobre divisas, permutas de tipos de cambio y permutas de divisas, así como que tampoco se reciba respecto de todos los nuevos contratos celebrados durante un año natural cuando una de las dos contrapartes tenga un importe notional medio agregado a final de mes de derivados extrabursátiles no compensados de forma centralizada para los meses de marzo, abril y mayo del año anterior de menos de 8000 millones de euros (AANA). Este importe notional medio agregado se calculará a nivel contraparte o grupo —si la contraparte pertenece a un grupo—, aunque se establece que ciertas entidades se traten de manera diferente.

Activos admisibles. Liquidez y correlación adversa

Las contrapartes no pueden utilizar cualquier activo como margen de variación ni como margen inicial. La liquidez y la calidad crediticia de las garantías reales percibidas deben ser suficientemente elevadas como para mitigar el riesgo de crédito de la contraparte y permitir que la contraparte perceptora liquide las posiciones en los contratos de derivados extrabursátiles no compensados sin sufrir pérdidas debido a variaciones de valor importantes. Por lo tanto, las contrapartes no pueden utilizar garantías reales sobre activos cuando no tengan acceso al mercado de tales activos o cuando no puedan liquidarlos oportunamente en caso de impago de la contraparte aportante.

Las normas técnicas establecen un *numerus clausus* de activos y determinados requisitos para que éstos sean admisibles. Luego, las contrapartes únicamente podrán percibir garantías reales que pertenezcan a determinados activos cuando cumplan con las exigencias mínimas de liquidez y calidad crediticia. Sin embargo, la totalidad de los activos admisibles no puede ser objeto de garantías financieras conforme al artículo 7 del Real Decreto Ley 5/2005 y al artículo 4.1 de la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio del 2002, sobre acuerdos de garantía financiera.

Las contrapartes podrán aportar como márgenes: efectivo⁶; oro en forma de lingotes de oro puro asignado de buena entrega reconocida; títulos de deuda emitidos por las Administraciones centrales, regionales o locales y por entes del sector público; títulos de deuda emitidos por determinados bancos multilaterales de desarrollo; títulos de deuda emitidos por ciertas organizaciones internacionales; títulos de deuda emitidos por entidades de crédito o empresas de inversión⁷; bonos de empresas (*corporate bonds*); el tramo de mayor prelación de una titulización (siempre que no sea una retitulización); las acciones incluidas en un índice especificado con arreglo a lo previsto en la letra a del artículo 197.8 del Reglamento (UE) 575/2013 y los bonos convertibles únicamente en dichas acciones; y acciones o participaciones en organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM o UCITS por sus siglas en inglés), siempre que se cumplan varias condiciones.

Las contrapartes no podrán aportar determinadas categorías de garantías reales cuando tengan por objeto activos emitidos por la aportante o entidades de su grupo o si existe un riesgo significativo de correlación adversa (*wrong way risk*), ya que ello mermaría la eficacia de la protección de tales garantías. Por lo tanto, no serán admisibles garantías reales cuando la probabilidad de incumplimiento de las contrapartes esté positivamente correlacionada con los factores generales de riesgo de mercado (riesgo general de correlación adversa) ni cuando la futura exposición de una contraparte específica esté correlacionada, con toda seguridad, con la probabilidad de incumplimiento de la contraparte, debido a la naturaleza de las operaciones con la contraparte (riesgo específico de correlación adversa)⁸.

⁶ Efectivo en forma de dinero abonado en cuenta en cualquier divisa (o derecho similar a la devolución de dinero, como las cuentas de depósito del mercado de dinero). *Cfr.* art. 7 RDL 5/2005.

⁷ Las normas técnicas incluyen expresamente los bonos (*sic*) a que se refiere el artículo 52.4 de la Directiva 2009/65/CE, es decir, las obligaciones que hayan sido emitidas por una entidad de crédito que tenga su domicilio social en un Estado miembro y esté sometida en virtud de la legislación a una supervisión pública especial pensada para proteger a los titulares de las obligaciones. Los importes resultantes de la emisión de estas obligaciones deberán invertirse en activos que, durante la totalidad del periodo de validez de las obligaciones, puedan cubrir los compromisos que éstas comporten, y que, en caso de insolvencia del emisor, se utilizarían de forma prioritaria para reembolsar el principal y pagar los intereses devengados.

Conforme al artículo 50.2c del Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de Desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, tienen dicha consideración las cédulas y bonos hipotecarios previstos en la Ley 2/1981, de 25 de marzo, de regulación del mercado hipotecario; las cédulas territoriales reguladas en la Ley 44/2002, de 22 de noviembre, de medidas de reforma del sistema financiero; y los valores de carácter no subordinado emitidos por los fondos de titulización hipotecaria regulados en la Ley 19/1992, de 7 de julio, sobre régimen de sociedades y fondos de inversión inmobiliaria y sobre fondos de titulización hipotecaria, aunque la norma establece una norma específica para las titulaciones.

⁸ A estos efectos, se considera que una entidad está expuesta al riesgo específico de correlación adversa si es previsible que la exposición futura de una contraparte específica sea elevada cuando la probabilidad de incumplimiento de la contraparte sea también un elevado riesgo específico. *Vide* letras a y b del art. 291.1 del Reglamento (UE) 575/2013.

Evaluación de la calidad crediticia

La contraparte perceptora debe evaluar la calidad crediticia de todos los activos admisibles excepto el efectivo, las acciones indexadas y las acciones o participaciones en OICVM.

En el caso de que estén denominados o emitidos en la moneda nacional del emisor, la contraparte perceptora tampoco deberá evaluar la calidad crediticia de los títulos de deuda emitidos por las Administraciones centrales o los bancos centrales de los Estados miembros, por las Administraciones regionales o Autoridades locales de los Estados miembros cuyas exposiciones se traten de conformidad con el artículo 115.2 del Reglamento (UE) 575/2013 ni por los entes del sector público de los Estados miembros cuyas exposiciones se traten de conformidad con el artículo 116.4 del Reglamento (UE) 575/2013.

Estos análisis pueden llevarse a cabo utilizando las evaluaciones de una agencia externa de calificación crediticia reconocida o las de una agencia de crédito a la exportación, así como empleando un método basado en calificaciones internas cuando la contraparte perceptora o aportante esté autorizada a usar este método IRB y esté sujeta a supervisión en la Unión Europea (o en un tercer país que se considere equivalente), excepto la evaluación de las titulaciones que sólo pueden ser efectuadas por las *agencias de «rating»* y *agencias de crédito a la exportación (ECA)*.

Las contrapartes deberán establecer en los procedimientos para el tratamiento de los activos intercambiados como garantía real qué sucede en el caso de que la calificación crediticia no reúna los estándares mínimos después de haber sido aportada. En estos supuestos, las contrapartes deberán dejar de intercambiar estas garantías reales, sustituirlas en un plazo no superior a dos meses —o inmediatamente si el nivel crediticio supera determinados umbrales fijados por las partes— y aplicar, hasta su sustitución, unos mayores recortes.

La posibilidad de utilizar métodos alternativos de valoración y la existencia de periodos de gracia antes de la sustitución responden al temor de que tras el cambio de calificación crediticia de un activo se produzca un «efecto acantilado» (*cliff edge*) que pueda ocasionar distorsiones en los mercados financieros, causado por el simple hecho de que dicho activo deje de ser inmediatamente elegible, aunque no lo limita totalmente⁹.

Ajustes o recortes (*haircuts*). Valoración de las garantías reales

Las contrapartes deben efectuar determinados ajustes o recortes (*haircuts*) para tratar de reducir el riesgo de que las garantías reales percibidas no sean suficientes para cubrir las necesidades de márgenes en momentos de tensión financiera. Los activos aportados pueden ser líquidos en condiciones normales de mercado, pero pueden devenir ilíquidos rápidamente. Los principales riesgos que deben valorar las contrapartes son el riesgo de crédito, el de mercado y el de divisa. Por lo tanto, las contrapartes deben ajustar el valor de las garantías reales percibidas, bien con arreglo al método estándar establecido en los anexos del reglamento, que tiene en cuenta el tipo de activo, su

⁹ Vide PERSAUD, A., «Sending the herd off the cliff edge: the dangerous interaction between herding investors and market sensitive risk management systems», *BIS Papers* 2, Basle, Bank for International Settlements, 2000. Disponible en <http://www.bis.org/publ/bppdf/bispap02l.pdf> [consultado el 19 de febrero del 2017].

calidad crediticia y el posible desfase de divisas, bien mediante un método que utilice estimaciones propias de volatilidad, también de conformidad con lo previsto en los anexos.

Debe observarse que el efectivo no se encuentra sujeto a ningún recorte si se percibe como margen de variación, pero deberá ajustarse si se percibe como margen inicial en una moneda distinta de aquella en la que deban efectuarse los pagos en caso de resolución anticipada del contrato marco o impago (moneda de resolución), para evitar el riesgo de tipo de cambio que puede generar el desfase de divisas en el margen inicial.

Límites a la concentración

Las contrapartes también deberían procurar mitigar el riesgo de concentración y velar por que las garantías reales percibidas estén razonablemente diversificadas en términos de emisores individuales, tipos de emisores y clases de activos, y deberían valorar los potenciales riesgos de país y custodia en sus políticas internas. Sin embargo, las normas técnicas sólo establecen que se deben aplicar límites de concentración respecto de cada contraparte perceptora cuando perciban garantías reales en concepto de margen inicial. Los requerimientos máximos dependerán de que los importes intercambiados superen determinados umbrales cuantitativos o de que las contrapartes sean entidades de importancia sistémica o planes de pensiones. Los grandes operadores son contrapartes suficientemente sofisticadas que están capacitadas para «transformar» las garantías reales o para acceder a múltiples mercados y emisores, pero estos límites de concentración podrían resultar demasiado gravosos si fueran de aplicación a las contrapartes con pequeñas carteras, ya que disponen de una gama limitada de garantías reales admisibles entre sus activos, por lo que no resultarán de aplicación a las contrapartes con una menor exposición.

Fechas de cálculo e importe mínimo de transferencia

Las normas técnicas establecen la frecuencia del cálculo de los márgenes y cuándo deben hacerse los cálculos. Las contrapartes deben calcular al menos diariamente el margen de variación y, en su caso, cuando acaezcan ciertas circunstancias, el margen inicial, a más tardar, el día hábil siguiente (D+1). En concreto, las contrapartes deberán calcular el margen inicial cuando se suscriban o cancelen contratos derivados extrabursátiles que se incluyan o dejen de incluirse en un conjunto de operaciones, cuando un contrato existente dé lugar a un pago o a una entrega distintos de una aportación o percepción de márgenes, cuando se proceda a la revaloración de determinadas garantías o cuando no se haya realizado ningún cálculo en los diez días anteriores. Estos acontecimientos que hacen que surja la obligación de calcular el margen inicial traen causa de circunstancias que generan un cambio potencial de exposición durante el periodo de riesgo de margen que hacen necesario recalibrarlo. La percepción del margen inicial se llevará a cabo sin compensar los importes de dicho margen entre las dos contrapartes.

La contraparte aportante debe proporcionar los márgenes dentro del mismo día hábil correspondiente a la fecha de cálculo como norma general. No obstante, el margen de variación puede aportarse dentro de los dos días hábiles siguientes a la fecha del cálculo, siempre que se compense mediante un cálculo adecuado del periodo de riesgo del margen, ya sea aportando margen inicial, ya sea incrementándolo y ajustándolo.

Las contrapartes pueden fijar contractualmente un importe mínimo de transferencia de garantías reales (*threshold amount*) con el fin de reducir la carga operativa derivada del intercambio en aquellos casos en que las exposiciones sólo varíen ligeramente. Pero este importe mínimo de transferencia no podrá en ningún caso configurarse como una línea de crédito sin garantía real entre las contrapartes. Las contrapartes podrán acordar importes mínimos de transferencia diferenciados para los márgenes de variación y los márgenes iniciales siempre que la suma de dichos importes mínimos de transferencia sea igual o inferior a 500 000 euros o el equivalente en otra moneda. La contraparte perceptora deberá percibir el importe íntegro de la garantía real a pagar sin deducción alguna cuando dicho importe supere el importe mínimo de transferencia.

En caso de que exista alguna discrepancia sobre las valoraciones y los márgenes que deben aportarse, las contrapartes deben intercambiar garantías reales por el importe no litigioso, para reducir el impacto que podría tener la no aportación, garantizando que los contratos de derivados extra-bursátiles no compensados de forma centralizada estén cubiertos por garantías reales, aunque sea de manera parcial.

Gestión de garantías reales y segregación

Las contrapartes han de evaluar la exigibilidad jurídica de los acuerdos bilaterales y la eficacia de los acuerdos de segregación. Las garantías reales pueden ser acuerdos de garantía pignoratia o acuerdos de garantía con cambio de titularidad, aunque no se indique expresamente en las normas técnicas. Las garantías reales distintas del efectivo deberán ser transferibles sin ninguna restricción legal o reglamentaria o derechos de terceros, incluidos los del liquidador de la contraparte aportante o del tercero depositario, excepto las cargas por comisiones y gastos aplicables al mantenimiento de cuentas de custodia y las cargas habitualmente impuestas a todos los valores en un sistema de compensación en el que puedan mantenerse tales garantías reales (*cf.* art. 96 del Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores o TRMLV).

El régimen jurídico y la estructura de mantenimiento de garantías reales tendrán que permitir a ambas partes acceder a las garantías reales cuando estén en manos de un tercero. Las contrapartes tienen el deber de velar por el modo en que se mantiene la garantía real percibida y, además, los procedimientos y los acuerdos contractuales deben prever que toda garantía real no utilizada se devuelva íntegramente a la contraparte aportante (con exclusión de los costes y gastos ocasionados por el proceso de percepción y mantenimiento de la garantía), así como que la disponibilidad de las garantías reales no utilizadas para el liquidador u otro responsable del procedimiento de insolvencia de la contraparte en situación de impago no aumente el riesgo de pérdida de la garantía real excedentaria.

La nueva normativa se preocupa en especial del depósito del efectivo y la segregación de los activos aportados como margen inicial. El efectivo aportado como margen inicial debe mantenerse en cuentas de efectivo en bancos centrales o entidades de crédito debidamente autorizadas en la Unión Europea o un tercer país cuyas disposiciones de regulación y supervisión se hayan considerado equivalentes con arreglo al artículo 142.2 del Reglamento (UE) 575/2013, siempre que dicha entidad de crédito no sea ni la contraparte aportante ni la perceptora, ni forme parte del mismo grupo que alguna de ellas. Las garantías reales distintas del efectivo intercambiadas como margen inicial deben segregarse del resto de los activos que sean propiedad del depositario u otro tercero poseedor, de los activos de la contraparte aportante cuando mantenga la garantía real sin tener

calidad de propietaria y de los activos de la contraparte perceptora cuando mantenga la garantía real en calidad de propietaria. La norma trata de evitar que se produzca *commingling* (confusión de patrimonios o mezcla de masas activas y pasivas) y que, en caso de insolvencia de una contraparte o un depositario u otro tercero poseedor, no puedan ser separados los activos de la masa del concurso ni ejecutados (*cfr.* arts. 15, 102, 110 y 193.2e TRLMV).

El uso de las cuentas ómnibus o globales es muy común en determinados mercados y países. Una cuenta ómnibus es una cuenta de valores negociables abierta por una entidad en otra entidad financiera, a nombre de la primera, en la que registran o depositan valores negociables pertenecientes a sus clientes, con los que tiene una relación de custodia, sin identificar en tal cuenta a cada uno de sus clientes y titulares de los valores negociables. No obstante, el uso de cuentas ómnibus puede ocasionar determinados problemas en caso de concurso del titular de la cuenta. Por lo tanto, cuando una garantía real distinta del efectivo sea mantenida por la contraparte perceptora o por un tercero poseedor o depositario, la contraparte perceptora deberá ofrecer siempre a la contraparte aportante la opción de segregar su garantía real de los activos de otras contrapartes aportantes y de sus clientes, para evitar estos problemas.

Otros pactos, sustitución y utilización de la garantía real

Las contrapartes pueden establecer la sustitución de los activos en determinadas ocasiones (*v. gr.*, art. 9.1 RDL 5/2005). Las garantías reales aportadas podrán sustituirse por otra garantía real cuando haya sido pactado por las partes en el acuerdo de intercambio de garantías reales, cuando la nueva garantía real sea admisible y cuando su valor sea suficiente tras aplicar los pertinentes recortes. La sustitución no puede aumentar los riesgos de exposición.

Las contrapartes normalmente establecerán también contractualmente otros pactos, como qué sucede con los frutos o qué pasa con el dividendo o cupón. No obstante, se prohíbe la rehipotecación, repignoración y reutilización de las garantías reales distintas del efectivo percibidas en concepto de margen inicial (*cfr.* art. 9.2 RDL 5/2005). Esta medida puede impactar en la liquidez de los mercados y requerir modificaciones en los acuerdos contractuales, ya que no era una práctica habitual como se reconoce en los considerandos de la norma. La limitación tiene por objeto preservar la eficacia del sistema y asegurar una adecuada reducción del riesgo de crédito de la contraparte, dado que la rehipotecación, la repignoración o la reutilización pueden retrasar la devolución de la garantía real en caso de impago del perceptor de la garantía inicial o el tercero (o incluso imposibilitarla).

El efectivo aportado como margen inicial puede ser invertido por la entidad de crédito donde se encuentre depositado, por lo que las normas técnicas establecen ciertas limitaciones de concentración de riesgos y la necesidad de diversificar las exposiciones recurriendo a varios depositarios (*vide supra*).