

# Archehos y Greensill: caída, reacciones y aspectos comunes

José Alonso Olmedo, Rebeca Anguren Martín, María Gamoneda Roca  
y Pablo Pérez Rodríguez

BANCO DE ESPAÑA

Los autores pertenecen a la Dirección General de Estabilidad Financiera, Regulación y Resolución del Banco de España, y agradecen los comentarios recibidos de Daniel Pérez y un evaluador anónimo. [Formulario](#) de contacto para comentarios.

Este artículo es responsabilidad exclusiva de los autores y no refleja necesariamente la opinión del Banco de España o del Eurosistema.



### Resumen

Varios casos recientes relacionados con la caída de determinados operadores de los mercados han reabierto el debate sobre las vulnerabilidades de la intermediación financiera no bancaria y sus implicaciones desde el punto de vista regulatorio y supervisor. El artículo se centra en los casos de Archegos y Greensill, que, pese a no haber alcanzado un carácter sistémico, ponen de manifiesto la importancia de las interconexiones entre este tipo de entidades y el sector bancario. Se describen las circunstancias que propiciaron la caída de ambas, la regulación que les resultaba aplicable y las reacciones más relevantes hasta el momento de las autoridades competentes. A continuación se extraen algunos de los aspectos comunes que se pueden identificar como factores explicativos y que podrían formar parte del futuro debate en torno a estos casos desde las ópticas regulatoria y supervisora.

**Palabras clave:** sector financiero no bancario, *total return swaps*, derivados, interconexiones, regulación, estabilidad financiera.

### 1 Introducción

El profundo impacto de la crisis financiera global de 2007-2009 motivó cambios importantes en la regulación aplicable al sistema financiero, que se han ido desarrollando e implementando a lo largo de la última década. Las lecturas e interpretaciones de la crisis fueron variadas, así como el rango de las medidas adoptadas para paliar sus consecuencias y abordar sus causas y las vulnerabilidades subyacentes<sup>1</sup>.

Entre estas vulnerabilidades cabe destacar la generalización, desde la última década del siglo XX, de mecanismos e instrumentos cuyo diseño limitaba la visibilidad del nivel real de apalancamiento de determinadas estructuras de financiación<sup>2</sup>. En los últimos meses, diversos episodios han vuelto a poner sobre la mesa los riesgos potenciales de dichos mecanismos e instrumentos. En concreto, se analizan en este artículo los casos de Archegos Capital Management y Greensill Capital.

En ambos casos se han puesto de manifiesto problemas ligados a la opacidad de determinados mecanismos financieros. A través de un entramado de derivados contratados con múltiples contrapartes bancarias, Archegos —vehículo configurado

---

1 Quarles (2019), Haldane (2017) y Financial Services Authority (2009).

2 Rajan (2005).

para gestionar un patrimonio familiar— alcanzaba elevados niveles de exposición a determinadas empresas de telecomunicaciones estadounidenses y chinas. Por su parte, Greensill se dedicaba al descuento de facturas emitidas por los proveedores de compañías en dificultades y financiaba el negocio mediante la titulización de dichas facturas.

El fuerte apalancamiento caracterizaba, así pues, ambos modelos de negocio. Y la falta de transparencia acerca de ese apalancamiento acrecentaba su impacto pernicioso en el momento en que afloraban las dificultades subyacentes: en el caso de Archegos, por la escasa información exigida a entidades de este tipo y al no haberse implantado en Estados Unidos requerimientos generalizados de comunicación de transacciones a repositorios especializados y, en el de Greensill, por una inadecuada aplicación de la norma contable que permitía a las empresas deudoras maquillar su situación financiera.

Dadas sus características, el estudio de estos episodios podría contribuir a evaluar el grado de éxito de algunas de las reformas emprendidas tras la crisis financiera global. En gran medida, el plan definido por el G20 para dar respuesta a la crisis trataba de arrojar luz sobre determinadas áreas del nuevo modelo de intermediación financiera que se había ido configurando en los años previos, y abordaba los factores que más tarde se han demostrado fundamentales en casos como los de Archegos y Greensill.

En concreto, en su reunión de abril de 2009<sup>3</sup> el G20 instó a una mayor regulación y control supervisor de *hedge funds* y vehículos similares, centrándose en la información acerca de su apalancamiento, en la valoración de sus potenciales riesgos sistémicos y en la supervisión de los mecanismos de gestión de riesgos implantados por los bancos de inversión que operan con dichos fondos —incluyendo el establecimiento de límites a las exposiciones y a sus niveles de apalancamiento—. También se promovió el establecimiento de cámaras de contrapartida central que propiciaran la fortaleza de los mercados de derivados crediticios y la estandarización de los contratos negociados en ellos. Los problemas relacionados con estas áreas han aflorado nuevamente en el caso de Archegos.

Por otra parte, en la citada reunión del G20 se abordaron algunos de los problemas relacionados con el excesivo margen para la creación de estructuras financieras fuera del balance de las entidades bancarias; por ejemplo, mediante la utilización de vehículos estructurados o de propósito especial para titularizar grupos de exposiciones crediticias que salían del balance de las entidades bancarias con independencia del grado de implicación y los apoyos del banco originador. En el episodio de Greensill se han revivido estos aspectos.

---

3 G20 (2009).

De manera más general, todas esas medidas trataban de hacer frente al problema del uso de carteras de títulos para el diseño de mecanismos altamente apalancados, bien con la creación de cadenas de financiación soportadas por los mismos títulos, o bien mediante estructuras basadas en el uso de complejos instrumentos derivados, ideadas para aumentar de forma sintética la exposición a los riesgos y beneficios de determinados tipos de activos.

Por otra parte, el contexto legal y regulatorio favorecía el movimiento de exposiciones desde los balances bancarios a los de operadores sujetos a menores requerimientos regulatorios. En primer lugar, a los títulos emitidos como resultado de este proceso se les otorgaba una elevada calificación crediticia, en la que descansaban muchos de los requerimientos regulatorios. Ello dotaba a los tenedores de esos títulos de una fuente adicional de liquidez, a través de su venta con compromiso de recompra (*repos*) o mediante su utilización como garantía en operaciones de derivados. Por otra parte, determinados regímenes jurídicos —fundamentalmente, los de corte anglosajón— permiten pignorar (rehipotecar) los títulos adquiridos en *repo*<sup>4</sup> y otorgan privilegios concursales a los acreedores para el cobro de sus derechos cuando tienen que ver con operaciones de derivados o de compra temporal de activos<sup>5</sup>.

En los años posteriores a la citada reunión del G20, el Consejo de Estabilidad Financiera [Financial Stability Board (FSB)], junto con los distintos organismos regulatorios internacionales, estableció los mecanismos de discusión y coordinación de medidas para la puesta en práctica de las recomendaciones y reformas acordadas. Con el fin de mitigar la opacidad de las nuevas estructuras de financiación, se expandieron la definición de control y el perímetro de consolidación<sup>6</sup>, y se establecieron pautas para la reintermediación de exposiciones<sup>7</sup>. En cuanto al excesivo apalancamiento propiciado por la utilización de activos como soporte de dichas estructuras, en 2013 el FSB publicó un marco para el tratamiento de los riesgos resultantes de las operaciones de *repo* y de préstamo de valores<sup>8</sup> que abordaba cuestiones como la rehipoteca de activos de garantía. En relación con los *hedge funds* y operadores similares, desde 2016 todos los miembros del FSB con entidades de este tipo aseguraban cumplir las recomendaciones del G20 al respecto descritas con anterioridad<sup>9</sup>.

En cuanto a las reformas relacionadas con los mercados de derivados, el FSB informaba en 2020 del significativo avance en áreas como la información de transacciones y su compilación a través de repositorios específicos (*trade*

---

4 Financial Stability Board (2017).

5 Duffie y Skeel (2012).

6 IFRS 10 (resumen en IAS Plus: <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs10>).

7 Bank for International Settlements (2017).

8 Financial Stability Board (2013).

9 Financial Stability Board (2020b).

*repositories*), la liquidación centralizada en cámaras de contrapartida y la fortaleza de dichas cámaras, o los requerimientos de garantías para las operaciones de derivados no liquidadas de manera centralizada<sup>10</sup>.

Sin perjuicio de la importancia de estos avances, episodios como los de Archegos y Greensill han vuelto a poner sobre la mesa los riesgos y las vulnerabilidades relacionados con algunas de estas actividades. En el epígrafe 2 se describe cada uno de estos episodios en el contexto de los marcos regulatorios más relevantes que les resultan aplicables. El epígrafe 3 presenta las reacciones de las autoridades, y el 4 identifica factores explicativos comunes que podrían formar parte del futuro análisis sobre estos casos desde el punto de vista supervisor y regulador.

## 2 Descripción de los casos

Los casos de Archegos y Greensill han supuesto pérdidas significativas para algunos bancos con relevancia sistémica. No obstante, la operativa y la regulación aplicables a ambas entidades difieren, así como las causas de esas pérdidas, por lo que a continuación se describe por separado cada uno de estos casos.

### 2.1 Archegos

Archegos Capital Management era un *hedge fund* estadounidense estructurado como *family office*<sup>11</sup> para la gestión del patrimonio de Bill Hwang<sup>12</sup>. Este tipo de entidades suelen estar exentas de los requisitos que se exigen a otras empresas de inversión, como, por ejemplo, en relación con la información acerca de sus exposiciones. Aunque la Dodd-Frank Act (DFA) endureció la regulación a la que estaban sujetos los denominados *investment advisers*, con el fin de permitir a la Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos regular entidades como los *hedge funds*, dejó a la discreción de dicho organismo el tratamiento de las *family offices*. En 2011, la SEC aprobaba una norma que definía los criterios cuyo cumplimiento eximía a estos vehículos de la obligación de registro y de las normas de protección del inversor.

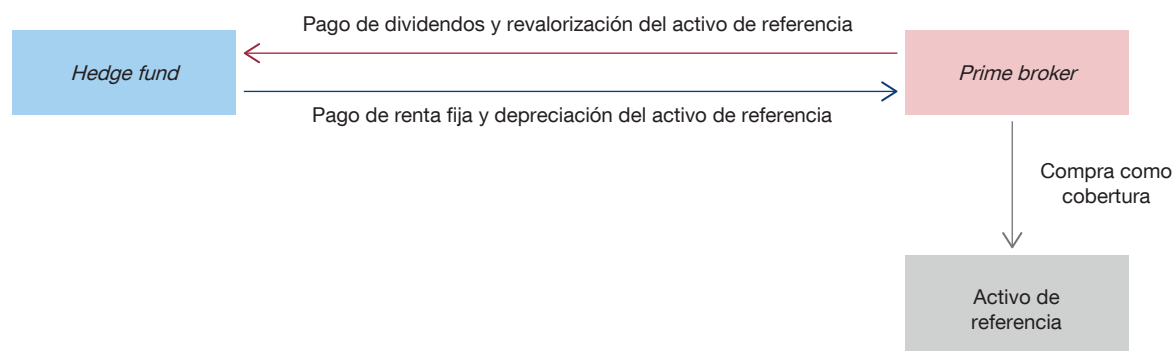
---

10 Financial Stability Board (2020a).

11 Son gestoras utilizadas por inversores de elevados patrimonios que ofrecen todos los servicios asociados a la gestión de estos, así como servicios adicionales para los miembros de la familia (como servicios fiscales o de planificación patrimonial). Estas entidades suelen estar exentas de cumplir con los requisitos asociados a otras empresas de inversión (por ejemplo, de divulgación pública de sus inversiones), al no tener clientes externos a la familia en cuestión.

12 En 2012, Bill Hwang se había declarado culpable en un caso de uso de información privilegiada en Estados Unidos, de la que se había beneficiado su fondo de inversión Tiger Asia Management a la hora de comerciar con títulos de bancos chinos y por la que tuvieron que pagar una multa de 44 millones de dólares estadounidenses.

## OPERATIVA DE TOTAL RETURN EQUITY SWAP



FUENTE: Elaboración propia.

Aunque las cifras exactas se desconocen, Archegos mantenía unos activos del orden de 10.000 millones de dólares estadounidenses, y exposiciones superiores que llegaron a situarse entre los 50.000 y los 100.000 millones de dólares estadounidenses (algunas informaciones señalan, incluso, posiciones superiores). Una parte importante de estas exposiciones estaba concentrada en acciones de ViacomCBS y Discovery (grupos de telecomunicaciones estadounidenses), así como en varias empresas tecnológicas chinas (por ejemplo, Baidu).

El apalancamiento necesario para alcanzar dicho volumen de exposición se conseguía a través de la utilización de *total return equity swaps*, contratos por los que una de las partes adopta, de manera sintética, una posición larga en el activo subyacente, obteniendo así sus rendimientos —dividendos y apreciación del valor— a cambio de asumir la potencial depreciación (véase esquema 1). Por su lado, la contraparte de la operación asume, a cambio de la correspondiente comisión y de garantías (*margin calls*) para cubrir el riesgo de incumplimiento, una posición corta sintética en el subyacente, que habitualmente cubre mediante la adquisición de los correspondientes valores. Este era el caso de los bancos de inversión que actuaban como *prime brokers* de Archegos<sup>13</sup>, entidades como Goldman Sachs, Morgan Stanley, Credit Suisse o Nomura<sup>14</sup>, que, por lo tanto, pagaban la rentabilidad de los subyacentes a cambio de una comisión (en ocasiones vinculada a un índice de referencia de tipo de interés). Cuando el valor subyacente se apreciaba, esos *prime brokers* abonaban el incremento de valor a Archegos, mientras que, si el valor se depreciaba, era la *family office* la que debía compensar al bróker.

13 *Hedge funds* y otros vehículos de inversión, como Archegos, utilizan los servicios de *prime brokerage* que ofrecen bancos de inversión y otras instituciones financieras. Estos servicios incluyen, por ejemplo, la gestión de tesorería o la custodia de valores, pero fundamentalmente aportan financiación, bien mediante operaciones de préstamo de valores, bien a través de estructuras como la descrita, lo que potencia la capacidad de apalancamiento de sus clientes.

14 También se han mencionado otras entidades, como Deutsche Bank, Wells Fargo o UBS.

En Estados Unidos, la SEC es la encargada de regular todos los *swaps* referenciados a valores o índices de valores, incluyendo los *total return swaps*, mientras que la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) es responsable del resto de los *swaps*. En línea con lo dispuesto por el G20 tras la crisis financiera global, la DFA propició reformas de los mercados de derivados, y en particular de los negociados bilateralmente (los derivados denominados *over the counter*). Entre esas reformas se exigía informar a los *trade repositories* acerca de los términos de las transacciones que tienen lugar en estos mercados con el fin de mejorar su transparencia. Únicamente la CFTC implantó dichas medidas para los instrumentos de los que era responsable, de modo que la información sobre la operativa de derivados utilizada por Archegos —cuya responsabilidad recae sobre la SEC— aún no está disponible<sup>15</sup>. De este modo, no era conocida la concentración de exposiciones de la *family office* en los valores de un reducido grupo de empresas, ni la existencia de elevadas posiciones apalancadas con diversos *prime brokers*.

Algo similar sucedió respecto a los requerimientos de márgenes de garantía, que estaban en vigor para las entidades con nocionales elevados en derivados no liquidados a través de cámaras de compensación, pero no para entidades de menor tamaño, como Archegos. Aunque los plazos se han ido posponiendo a causa de la pandemia, la SEC prevé<sup>16</sup> implantar estos requerimientos para las entidades que están bajo su jurisdicción antes de finales de 2021<sup>17</sup>.

En este contexto, a finales de marzo de 2021 el valor de algunas de las acciones en las que Archegos mantenía posiciones abiertas, como ViacomCBS, sufría fuertes caídas<sup>18</sup> que le impedían responder a las correspondientes *margin calls*<sup>19</sup> (véase gráfico 1). El jueves 25 de marzo, Bill Hwang reunía a los citados bancos de inversión

---

15 En mayo de 2021, la SEC anunció la puesta en marcha del primer repositorio de datos de *swaps* referenciados a valores, que entrará en vigor en noviembre de 2021. Véase Securities and Exchange Commission (2021a).

16 Al igual que el registro de los *swaps* referenciados a valores, las normas sobre márgenes asociados a estas operaciones establecidas por la SEC también entrarán en vigor en noviembre. Véanse Securities and Exchange Commission (2020) y la sección *Key Dates for Registration of Security-Based Swap Dealers and Major Security-Based Swap Participants* del sitio web de la SEC.

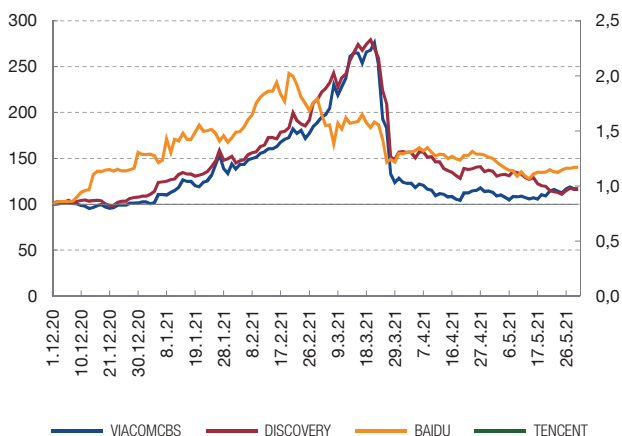
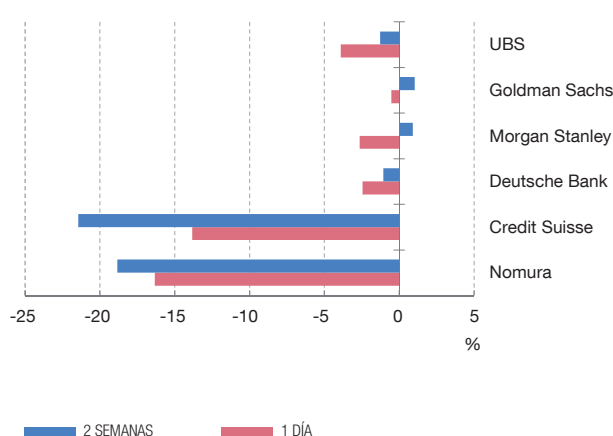
17 Dentro del marco regulatorio aplicable a situaciones como la de Archegos, cabe señalar también el tratamiento de las transacciones de derivados en el marco del Acuerdo de Basilea, que las aborda tanto a través de sus requerimientos de capital basados en riesgo (de contraparte o de mercado) como en la ratio de apalancamiento.

18 Estas depreciaciones se debieron al anuncio de ViacomCBS de que lanzaría una oferta pública de suscripción de acciones por valor de 3.000 millones de dólares estadounidenses para, entre otras cosas, potenciar sus servicios de *streaming* (semanas después de haber lanzado su plataforma Paramount+). Aunque algunos analistas [CNBC (2021)] señalaron que potenciar estos servicios era la estrategia correcta, muchos expresaron sus dudas sobre su ejecución, debido a la dificultad para competir con grandes empresas del sector, como Netflix o Disney+. Esta corrección, fruto de la mencionada oferta de acciones (que diluía la participación de los accionistas existentes), interrumpió la revalorización de las acciones que había tenido lugar a principios de año a consecuencia de la estrategia anunciada por parte de esta empresa tradicional de telecomunicaciones de potenciar dichos servicios de *streaming*.

19 Garantía adicional que ha de aportar el inversor en su cuenta con un bróker a causa de pérdidas del valor de sus operaciones, que provocan que el valor de su colateral se sitúe por debajo de un porcentaje fijado contractualmente (fruto de regulaciones y de la política del bróker) respecto del total de sus inversiones. En caso de que un inversor no pueda responder a dicho requerimiento, el bróker puede verse forzado a vender los valores de su cuenta en el mercado.



## EVOLUCIÓN DIARIA DE LAS COTIZACIONES AL CIERRE

1 EVOLUCIÓN DE VALORES EN LA CARTERA DE ARCHEGOS  
(Base 100 = 1 de diciembre de 2020)2 IMPACTO EN LA COTIZACIÓN DE LOS BANCOS QUE TENÍAN A ARCHEGOS  
COMO CLIENTE (desde el 26 de marzo de 2021)

FUENTES: Bloomberg y cálculos propios.

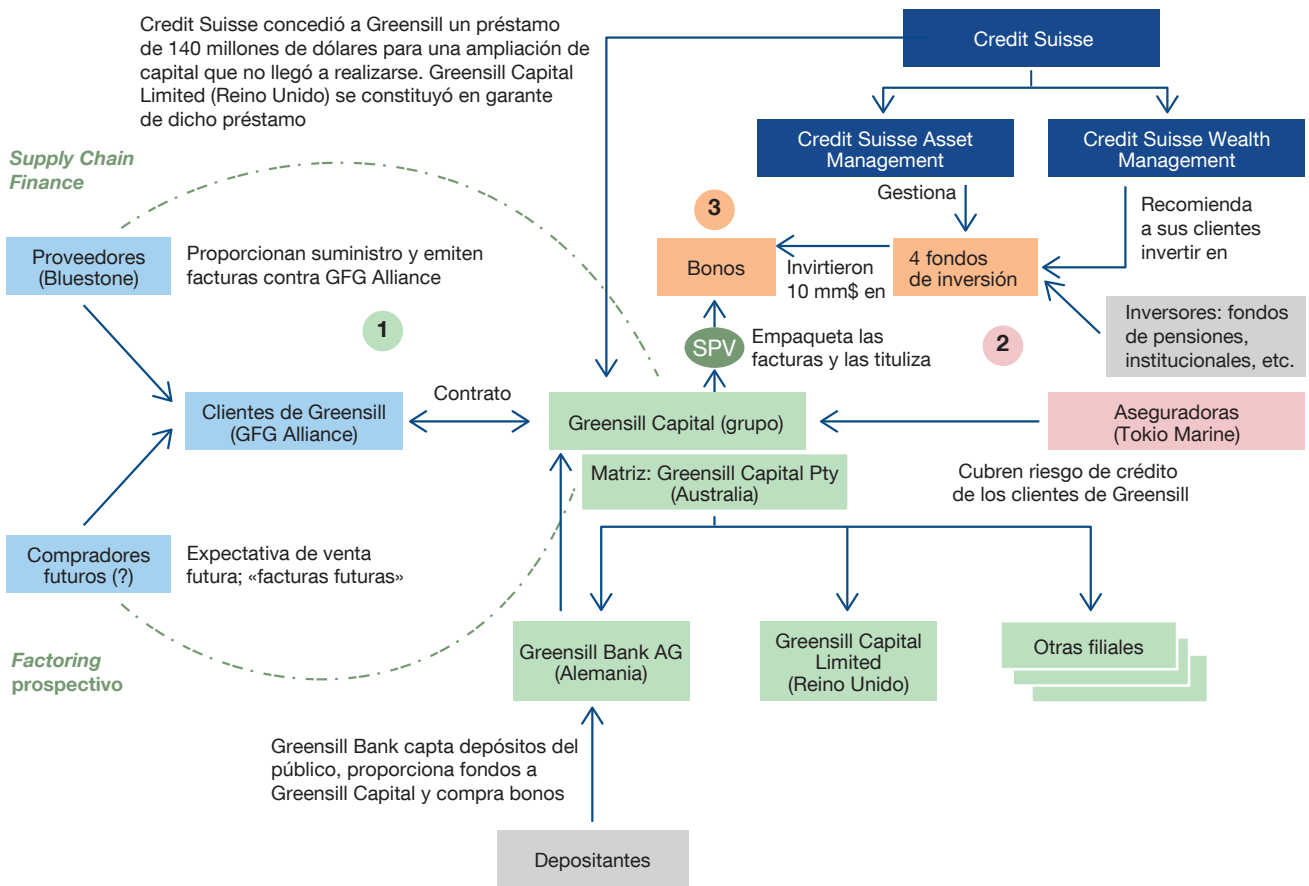
para tratar de deshacer las operaciones de forma ordenada. Sin embargo, al día siguiente, evidenciadas las posibles consecuencias del elevado grado de apalancamiento de Archegos, algunas de esas entidades (inicialmente, Goldman Sachs y Morgan Stanley) comenzaban a vender los valores que cubrían sus posiciones cortas, lo que contribuyó a la rebaja del precio de dichas acciones e infligió mayores pérdidas a los bancos más rezagados en vender —más de 4.500 millones de dólares estadounidenses en el caso de Credit Suisse<sup>20</sup> y unos 2.000 millones de dólares estadounidenses en el de Nomura—. Como consecuencia de ello, las cotizaciones bursátiles de estas dos últimas entidades cayeron considerablemente —en concreto, el lunes 29 de marzo la acción de Credit Suisse caía más del 14 %, y la de Nomura, el 16 %—.

## 2.2 Greensill

Greensill, grupo financiero angloaustraliano con presencia global, se creó con la etiqueta de empresa *fintech* y un sencillo modelo de negocio centrado en el anticipo

20 Credit Suisse anunció en su informe del primer trimestre de 2021 que sus resultados incluían provisiones por valor de 4.400 millones de francos suizos fruto del caso Archegos. En dicho documento también señalaban que ya se habían deshecho del 98 % de las posiciones relacionadas con dicha empresa y anunciaban pérdidas adicionales por valor de 600 millones de francos suizos para el segundo trimestre de 2021 como consecuencia de los movimientos de mercado a la hora de cerrar dichas posiciones. En su informe del segundo trimestre de 2021, Credit Suisse reconoció unas pérdidas adicionales de 594 millones de francos suizos asociadas al caso (493 millones de pérdidas como consecuencia de los movimientos de precios en los mercados al cerrar las posiciones asociadas al fondo, provisiones por valor de 70 millones y 31 millones como gastos operativos adicionales).

**VERSIÓN ESTILIZADA DE LA OPERATIVA DE GREENSILL**



FUENTE: Elaboración propia.

de pagos a proveedores y cobros de clientes. Con una estructura societaria que incluía una filial en el Reino Unido como principal centro de operaciones y un banco domiciliado en Alemania, Greensill comenzó ofreciendo los servicios de financiación convencionales vinculados al citado modelo de negocio, en concreto de *factoring* tradicional (cobro anticipado de créditos frente a clientes) y *reverse factoring* (pago anticipado de deudas a proveedores). Más adelante, buscando una mayor rentabilidad, Greensill expandió su modelo de negocio hacia el denominado «*factoring prospectivo*», consistente en la financiación con garantía de hipotéticos créditos futuros frente a clientes, basados en meras expectativas de contratación y no en operaciones ya materializadas.

Greensill apalancaba su actividad mediante la titulización de paquetes de facturas, que distribuía a través de fondos promovidos por Credit Suisse y cuya calificación crediticia potenciaba mediante la contratación de pólizas de seguro con grandes compañías aseguradoras que cubrían el riesgo de impago de las empresas prestatarias (véase esquema 2).

La filial de Greensill en el Reino Unido estaba registrada en la Financial Conduct Authority (FCA) a efectos del cumplimiento de la normativa sobre prevención del blanqueo de capitales. El resto de sus actividades no estaban bajo el ámbito de actuación de la Prudential Regulation Authority del Banco de Inglaterra ni de la propia FCA. Dada su naturaleza de entidad bancaria, la filial domiciliada en Alemania sí estaba sujeta al control del supervisor alemán, BaFin.

La quiebra de Greensill sobrevino como consecuencia de una compleja sucesión de eventos íntimamente ligados a su modelo de negocio, que se describen a continuación:

- 1 Contratos de Greensill con sus clientes (*reverse factoring* y *factoring* prospectivo).

La debacle de Greensill está relacionada con las operaciones de financiación de la cadena de suministro y su reflejo en los estados financieros de las compañías que las contratan.

A través del *reverse factoring*, Greensill y el resto de los operadores de este segmento cubrían desfases de capital circulante de empresas que, bien por la naturaleza de su actividad, bien por una deteriorada condición financiera, eran incapaces de hacer frente a los pagos a proveedores a través de su propio flujo comercial. El adelanto de esos pagos impide la ruptura del circulante y permite a dichas empresas retener las condiciones establecidas con los proveedores, asumiendo un mayor apalancamiento.

Los principales emisores internacionales de normas contables [el International Accounting Standards Board (IASB) y el Financial Accounting Standards Board (FASB) estadounidense] han insistido repetidamente en la necesidad de informar adecuadamente acerca de las consecuencias de estas operaciones, haciéndose eco de los principios y requerimientos ya establecidos<sup>21</sup>, e insistiendo en su significativo impacto y el riesgo de liquidez ocasionado por la concentración de una parte importante de sus obligaciones frente a una única entidad financiera. En lugar de reflejar la deuda con la entidad financiera por el importe correspondiente al período financiado —es decir, desde el momento en que se realiza el adelanto al proveedor hasta la finalización del plazo de pago acordado—, la práctica generalizada trataba el saldo total como deuda comercial, por lo que no se tomaba en cuenta a la hora de calcular el nivel de apalancamiento de estas empresas.

Por las características descritas, las operaciones de *supply chain finance* podrían generar problemas de selección adversa de la cartera, cuyas

---

21 [International Financial Reporting Standards \(2020\)](#).

consecuencias pueden agravarse en caso de aumento de la concentración, como en el caso de Greensill, donde se concentraba una gran exposición (de unos 5.000 millones de dólares estadounidenses) en un solo cliente, el gigante metalúrgico GFG Alliance. Además, Greensill financió a empresas de este grupo a través de *factoring* prospectivo (sobre la base de expectativas de contratación futura).

Finalmente, tuvo lugar una oleada de impagos durante 2020, propiciada por las dificultades financieras experimentadas por GFG Alliance y otros clientes de Greensill, que incluso se tradujeron en situaciones concursales.

- 2 Vencimiento de pólizas de seguro contratadas por Greensill con Tokio Marine y otras aseguradoras.

Los seguros frente al impago de sus clientes constituían un elemento crucial del modelo de negocio de Greensill. Como consecuencia de las dificultades descritas, a finales de febrero de 2021 Tokio Marine y otras aseguradoras de Greensill se negaron a renovar pólizas por valor de 4.600 millones de dólares estadounidenses.

Ante esa situación, el supervisor bancario alemán (BaFin) suspendió el 3 de marzo las actividades de Greensill Bank, debido al riesgo inminente de una huida hacia delante que sobreendeudase al banco.

- 3 La titulización de facturas y su impacto sobre Credit Suisse.

Credit Suisse gestionaba cuatro fondos de inversión que, en conjunto, habían invertido en títulos emitidos por Greensill por valor de 10.000 millones de dólares estadounidenses con el soporte de las facturas adquiridas mediante las operaciones de *factoring* y *reverse factoring*. Debido a las dificultades descritas y a la consiguiente incertidumbre en torno al valor de los títulos, en marzo de 2021 Credit Suisse decidió congelar los fondos, lo que paralizó la actividad de Greensill, que en buena medida se sustentaba en dichas titulizaciones<sup>22</sup>. Hasta la fecha, se estima que Credit Suisse ha reembolsado un importe de 6.600 millones de dólares estadounidenses a los partícipes de los cuatro fondos<sup>23</sup>.

---

22 Las relaciones de Credit Suisse con Greensill iban más allá de la comercialización de estos fondos: Credit Suisse Wealth Management, su unidad de gestión de patrimonio, contaba con Lex Greensill (fundador de la compañía) como uno de sus principales clientes, a los que además recomendaba invertir en estos fondos. Por otra parte, Credit Suisse Group AG había concedido un préstamo a Greensill por 140 millones de dólares para realizar una ampliación de capital que finalmente no salió adelante. Además, Greensill Capital UK se había constituido en garante de dicho préstamo.

23 Los resultados financieros del segundo trimestre de 2021, publicados en julio, así lo indican [Credit Suisse (2021a y 2021b)].

La combinación de todos estos factores —selección adversa consustancial al modelo de negocio; excesiva concentración frente a GFG Alliance; cancelación de las pólizas de seguro; imposibilidad de movilizar fondos a través de su filial bancaria en Alemania; y congelación de los fondos de los que obtenía gran parte de su financiación— desencadenó la declaración de insolvencia de Greensill Capital ante los tribunales del Reino Unido. Poco después, BaFin solicitó en los juzgados alemanes la declaración de insolvencia de Greensill Bank, y la matriz australiana del grupo (Greensill Capital Pty) también fue declarada en insolvencia.

### 3 Reacciones de las autoridades

Las autoridades oficiales se han pronunciado sobre ambos casos, y hasta el momento han incidido en señalar que las interacciones entre el sector no bancario y el bancario representan un área en la que ya se venía trabajando, indicando la importancia de comprender las causas, el proceso por el que se desarrollan este tipo de episodios y sus consecuencias, con el fin de asegurar que no se vuelvan a repetir.

#### 3.1 Archegos

El episodio de Archegos provocó el escrutinio de las autoridades estadounidenses, europeas y japonesas, con el propósito inicial de analizar si todas las entidades involucradas actuaron debidamente y de evaluar el funcionamiento de la infraestructura de regulación y supervisión existente.

El *Financial Stability Report* de la Reserva Federal destacaba cómo este evento, cuyo impacto en los mercados y el sistema financiero parece limitado, sirve de recordatorio sobre el riesgo potencial de las entidades financieras no bancarias. Este tema ha sido uno de los destacados por reguladores como Jerome Powell (presidente de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de Estados Unidos), que atribuyó el problema a una deficiente gestión de riesgos por parte de los *prime brokers*, que, si bien comprendían los riesgos asociados a las operaciones de Archegos, no fueron capaces de identificar el nivel de apalancamiento y de concentración de riesgos del fondo, al desconocer que Archegos estaba contratando las mismas operaciones con numerosas entidades simultáneamente<sup>24</sup>.

Otro factor relevante que se ha señalado es la ausencia de información sobre la operativa de Archegos, que, por su carácter de *family office*, no estaba obligada a proporcionar datos sobre sus operaciones a los reguladores ni a *trade repositories*. A modo de ejemplo, Dan Berkovitz, comisionado de la CFTC, señalaba ya el 1 de

---

24 CBS (2021).

abril que el colapso de Archegos es un claro ejemplo del caos que los grandes vehículos de inversión conocidos como *family offices* pueden provocar sobre los mercados financieros<sup>25</sup>. En el comunicado, Berkovitz criticaba la relajación de la regulación y supervisión de estas entidades, que gestionan miles de millones de dólares. Por su parte, Lael Brainard (Reserva Federal) señalaba la limitada visibilidad de las exposiciones de los *hedge funds*, que sería indicativa de que habría que exigir una mayor transparencia, con información más frecuente y granular<sup>26</sup>. Además, el presidente de la SEC, Gary Gensler, indicó que debería tenerse en cuenta el posible impacto que determinadas empresas individuales pueden llegar a ocasionar en el sistema financiero para así reevaluar la exención de las *family offices* de las restricciones sobre requerimientos de márgenes e información<sup>27</sup>.

Por otra parte, algunas voces han apuntado al hecho de no haber implantado aún algunas de las normas acordadas respecto a los mercados de derivados (por ejemplo, los requerimientos de información de operaciones o los relativos a márgenes de garantía). Estas medidas habrían permitido mitigar el impacto de este caso. Al mismo tiempo, otros expertos sostienen que los requerimientos sobre márgenes no habrían podido impedir que Archegos se apalancase ni la distribución de sus exposiciones entre varias entidades.

Sin embargo, otros pronunciamientos cuestionan las críticas que se vierten sobre la transparencia y la regulación existentes, planteando que la gestión del riesgo es el punto clave en este tipo de operativa. Se argumenta que estos son ejemplos sobre cómo los inversores sofisticados deberían revisar sus propios sistemas de gestión del riesgo, cultura organizativa y estructura de incentivos<sup>28</sup>.

En ese sentido se orientó el procedimiento formal abierto en abril por la autoridad supervisora suiza (FINMA) como consecuencia de las significativas pérdidas asumidas por Credit Suisse. Dicho procedimiento persigue investigar en particular los problemas relacionados con la gestión del riesgo por parte de la entidad. Durante el proceso, FINMA (al igual que otras autoridades, como las estadounidenses —Departamento de Justicia, SEC, CFTC, Comisión Bancaria del Senado— o la FCA británica) solicitó los documentos y la información pertinentes a la entidad. Por otra parte, a finales de marzo de 2021 FINMA exigió a la entidad un recargo temporal de capital (que fue retirado en el segundo trimestre del año) en relación con el riesgo de crédito de sus actividades de banca de inversión, que añadía unos 6.100 millones de dólares estadounidenses a sus activos ponderados por dicho riesgo.

A escala internacional, la secretaria general del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, Carolyn Rogers, indicaba que, aunque es pronto para aventurar una respuesta

---

25 Berkovitz (2021).

26 Brainard (2021)

27 Gensler (2021).

28 Bloomberg (2021e).

regulatoria, el Comité probablemente intensificará el seguimiento de los productos financieros estructurados y de los *total return swaps*<sup>29</sup>. El marco de Basilea prevé el tratamiento prudencial de las transacciones de derivados a las que están expuestas las entidades bancarias. Aparte de los requerimientos de márgenes, el marco de Basilea aborda estas operaciones tanto en sus requerimientos basados en riesgo (riesgo de contraparte o riesgo de mercado) como en la ratio de apalancamiento.

### 3.2 Greensill

En el caso de Greensill, como se ha mencionado anteriormente, ya en marzo de 2021 BaFin<sup>30</sup> prohibió a Greensill Bank realizar pagos, debido a su elevado endeudamiento y para asegurar el valor de sus bienes. Además, decretó el cierre de la actividad con sus clientes y prohibió la aceptación de cualquier pago no destinado a amortizar deudas contraídas con el propio banco. En un lapso de dos semanas, BaFin declaró insolvente a la entidad<sup>31</sup>. Por su parte, FINMA anunció en abril un procedimiento contra Credit Suisse, con varias medidas para reducir el riesgo asumido por la entidad, que incluían cuestiones organizativas y reducciones o suspensiones de las retribuciones variables. Al igual que en el caso de Archegos, FINMA acordó también aplicar un recargo de capital de 1.900 millones de dólares estadounidenses (equivalente a 62 y a 19 puntos básicos de los requerimientos de CET1 y de ratio de apalancamiento, respectivamente).

En el caso del Reino Unido, el Comité del Tesoro llevó a cabo una investigación en la cual se plantearon los elementos que se han de tener en cuenta para determinar si entidades como Greensill, que hasta ahora han escapado del perímetro regulatorio, deben ser sometidas a regulación. En su intervención ante dicho Comité, Jon Cunliffe (subgobernador del Banco de Inglaterra) se manifestó contrario a vincular la inclusión en el perímetro regulatorio exclusivamente al potencial carácter sistémico del operador, reivindicando la importancia de otros factores, como la protección de consumidores e inversores<sup>32</sup>. La referida investigación cristalizó en un informe sobre lecciones aprendidas, donde se concluía que, en principio, el caso Greensill no justificaría por sí solo una revisión del perímetro regulatorio para incluir las actividades de financiación de la cadena de suministro. Sin embargo, sí que alertaba sobre la necesidad de controlar y supervisar mejor las entidades financieras no bancarias, y, en concreto, la necesidad de mejorar los datos disponibles sobre su actividad. Además, el Banco de Inglaterra ha incidido en la necesidad de mejorar la información disponible sobre los intermediarios financieros no bancarios. En esta línea, en el Reino Unido se ha planteado la posibilidad de habilitar a las agencias reguladoras para recopilar dicha información con el fin de preservar la estabilidad financiera.

29 Bloomberg (2021d).

30 BaFin (2021b).

31 BaFin (2021a).

32 UK House of Commons Treasury Committee (2021).

Con respecto al tratamiento contable de la financiación de la cadena de suministro, en junio de 2021 el IASB acordó incorporar a su plan de trabajo una enmienda del estándar IAS 7 (que establece la información adicional que se debe facilitar en los estados financieros), con la finalidad de incluir requerimientos para incrementar la transparencia de las operaciones de financiación de la cadena de suministro<sup>33</sup>. El FASB de Estados Unidos ha adoptado un enfoque análogo, y en septiembre de 2021 propuso una norma destinada también a aumentar la información sobre este tipo de estructuras de financiación.

## 4 Conclusiones y aspectos comunes a ambos episodios

Episodios como los de Archegos y Greensill (además de otros como GameStop)<sup>34</sup> han vuelto a poner sobre la mesa en los últimos meses el debate sobre las vulnerabilidades y los riesgos relacionados con algunas actividades del sector financiero no bancario y sus interrelaciones con el sector bancario.

Han sido numerosos los análisis por parte de expertos y prensa especializada. Algún estudio nace de una comparativa de este tipo de operativa con la actividad del sector bancario, aludiendo a la necesidad de aplicar el principio de «mismo riesgo, misma actividad, misma regulación» siempre que las funciones económicas prestadas sean las mismas<sup>35</sup>. Esta idea es especialmente relevante en un contexto como el actual, en el que el entorno de bajos tipos de interés puede incentivar la utilización de estructuras para la búsqueda de una mayor rentabilidad. Por ello, y pese a la heterogeneidad de actividades en el ámbito no bancario, es clave asegurarse de que los riesgos son abordados de forma coherente en todo el sistema, evitando casos de arbitraje regulatorio.

Los eventos descritos en este artículo reflejan la importancia de abordar los riesgos para el sistema financiero independientemente de su origen. Y, aunque los episodios de Archegos y Greensill presenten diferencias notables, se pueden encontrar algunos puntos en común:

- En ambos casos se observa un excesivo apalancamiento de los agentes no bancarios implicados, que en última instancia derivó en su incapacidad de responder a las obligaciones financieras, lo que desencadenó la crisis de liquidez y posterior quiebra.
- Ambos casos ponen de manifiesto la relevancia potencialmente sistémica de las interconexiones del sector bancario con otros sectores del sistema

33 <https://www.iasplus.com/en/standards/ifrs/ifrs10>.

34 Para más información sobre el caso de GameStop, véase SEC (2021b)

35 Basquill (2021).



financiero (como fondos de inversión o entidades que se dedican a la intermediación crediticia). Tanto en Archegos como en Greensill, el sector bancario desempeñaba un papel relevante como canalizador último de la financiación. Aunque finalmente la dimensión de las pérdidas ocasionadas no haya alcanzado un carácter sistémico, estos eventos recuerdan que el sistema financiero puede verse expuesto a las consecuencias de *shocks* focalizados.

- Los episodios analizados resaltan la importancia de una correcta gestión<sup>36</sup> del riesgo. Las entidades con prácticas más deficientes en este ámbito son las que se vieron más afectadas y, por ello, están siendo objeto de análisis y son el foco de las principales reacciones.
- La información y los datos necesarios para evaluar las exposiciones y el riesgo asumido (incluido sobre operativa en derivados, cadenas de financiación o vehículos de inversión cerrados) no siempre han estado disponibles. Aunque ciertas lagunas observadas hayan sido objeto de algunas de las reformas de la última década, parte de esta opacidad no ha sido abordada (por ejemplo, respecto a determinadas partes de las cadenas de financiación o respecto a vehículos de inversión cerrados a los que se exige menos información).

Cabe destacar que ninguno de estos problemas es novedoso. De hecho, los eventos han subrayado la importancia de implantar algunas de las reformas ya acordadas tras la crisis financiera global (como en el área de derivados). En este sentido, en su estrategia para arrojar luz sobre la denominada «banca en la sombra», el FSB definió cinco funciones económicas asociadas a potenciales fuentes de riesgo sistémico. Actividades asociadas a cada una de estas funciones económicas se han reflejado en los casos de Greensill (concesión de préstamos empleando financiación a corto plazo, titulización de activos para apalancar la operativa y utilización de aseguradoras para mejorar la calidad crediticia de los títulos emitidos) y Archegos (vehículo de inversión que se apalanca a través de intermediarios para operar en los mercados financieros).

Por este motivo, estos dos casos ponen de relieve la importancia de insistir en los proyectos internacionales que ya estaban en marcha sobre el sector no bancario. En este sentido, organismos como el FSB han puesto especial énfasis en los trabajos sobre intermediación financiera no bancaria, tratando de abordar vulnerabilidades

---

36 Las deficiencias en la cultura de riesgo y su gestión fueron uno de los aspectos que resaltó la investigación externa independiente del caso Archegos llevada a cabo por Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP a petición de Credit Suisse. Por ejemplo, dicho informe señala que, desde primavera de 2020, Credit Suisse superó de forma reiterada los límites internos de exposición potencial a Archegos sin que la entidad reaccionase (adoptando medidas de mitigación de riesgos que discutieron, como modificar el modelo de cálculo de márgenes). Véase Credit Suisse (2021c).

identificadas durante las turbulencias de marzo de 2020, y desarrollando un enfoque para la valoración del potencial riesgo sistémico generado por este ámbito del sistema financiero y para el diseño de las correspondientes medidas. Trabajos como los que este organismo está desarrollando en cuanto al seguimiento de riesgos en el sector no bancario, análisis de las interconexiones dentro del sistema financiero o análisis de los riesgos asociados a entidades como los fondos de inversión son clave desde una perspectiva supervisora y regulatoria para tratar de minimizar la probabilidad de que casos como los analizados en este artículo puedan repetirse en el futuro.

## BIBLIOGRAFÍA

- BaFin (2021a). «BaFin determines that compensation is payable to Greensill Bank AG's depositors», nota de prensa del 16 de marzo.
- BaFin (2021b). «BaFin orders moratorium on Greensill Bank AG», nota de prensa del 3 de marzo.
- Bank of England (2021). *Assessing the Resilience of Market-Based Finance*, 13 de julio.
- Bank for International Settlements (2017). «Final Guidelines on Identification and Management of Step-in Risk Issued by the Basel Committee», nota de prensa del 25 de octubre.
- Basquill, J. (2021). «Greensill and GFG: Uncovering a Scandal», *Global Trade Review*, 12 de agosto.
- Berkovitz, D. M. (2021). «CFTC Oversight of Family Offices Must be Strengthened», Statement of Commissioner Dan M. Berkovitz on CFTC Oversight of Family Offices, 1 de abril.
- Bloomberg (2021a). «Credit Suisse Missed Many Warnings before Greensill's Collapse», 6 de marzo.
- Bloomberg (2021b). «Bill Hwang Was a \$20 Billion Whale, Then Lost It All in Two Days», 12 de abril.
- Bloomberg (2021c). «Imaginary Invoices Are Hard to Collect», 6 de abril.
- Bloomberg (2021d). «Archegos Blowup prompts regulatory questions at Basel Committee», 16 de abril.
- Bloomberg (2021e). «Family Offices Don't need new regulations», 24 de junio.
- Brainard, L. (2021). «Statement on the Federal Reserve Board», *Financial Stability Report*, 6 de mayo.
- CBS (2021). «Fed chair Jerome Powell on Archegos collapse, money market funds, and the potential of a U.S. digital dollar», 11 de abril.
- CNBC (2021). «ViacomCBS stock closes down 23 % as Wall Street expresses doubt about streaming execution», 24 de marzo.
- Credit Suisse (2021a). *Financial Report 1Q21*.
- Credit Suisse (2021b). *Financial Report 2Q21*.
- Credit Suisse (2021c). «Paul Weiss Report on Archegos Capital Management», *Credit Suisse Group Special Committee of the Board of Directors*, 29 de julio.
- Credit Suisse (2021d). «Credit Suisse response to the Paul Weiss Report», 29 de julio.
- Duffie, D., y D. Skeel (2012). *A Dialogue on the Costs and Benefits of Automatic Stays for Derivatives and Repurchase Agreements*, University of Pennsylvania Carey Law School.
- Federal Reserve Board (2021). *Financial Stability Report*, 6 de mayo.
- Financial Accounting Standards Board (2021). *Disclosure of Supplier Finance Program Obligations*.
- Financial Services Authority (2009). *The Turner Review: A regulatory response to the global banking crisis*, marzo.
- Financial Stability Board (2021). *Non-Bank Financial Intermediation*.
- Financial Stability Board (2020a). *OTC Derivatives Market Reforms: 2020 Note on Implementation Progress*, 25 de noviembre.
- Financial Stability Board (2020b). *Implementation of G20/FSB financial reforms in other areas. Summary of key findings based on the 2019 FSB Implementation Monitoring Network (IMN) survey*, 8 de junio.
- Financial Stability Board (2017). *Re-hypothecation and collateral re-use: Potential financial stability issues, market evolution and regulatory approaches*, 25 de enero.
- Financial Stability Board (2013). *Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*, 29 de agosto.
- G20 (2009). *Global Plan Annex: Declaration on Strengthening the Financial System*, Statement issued by the G20 Leaders at the London Summit, 2 de abril.
- Gensler, G. (2021). «Testimony Before the House Committee on Financial Services of the SEC chair», 6 de mayo.

- Global Banking Regulation Review* (2021). «If It walks like a bank...», 14 de julio.
- Haldane, A. (2017). «*Rethinking Financial Stability*», Speech at the Rethinking Macroeconomic Policy IV Conference organised by the Peterson Institute for International Economics, 12 de octubre.
- International Financial Reporting Standards (2020). *Supply Chain Financing Arrangements-Reverse Factoring*.
- Kinder, T., y L. Lewis (2021). «How Bill Hwang got back into banks' good books — then blew them up», *Financial Times*, 29 de marzo.
- Llewellyn, D. T. (2009). «Financial innovation and a new economics of banking: lessons from the financial crisis», capítulo 1, *Financial Innovation in Retail and Corporate Banking*, Edward Elgar Publishing.
- Nomura (2021). *Consolidated Results of Operations: Fourth quarter, year ended March 2021; and first quarter, year ending March 2022*.
- Platt, E., L. Lewis, O. Aliaj y S. Morris (2021). «Banks face regulators' scrutiny on handling of Archegos fire sale», *Financial Times*, 30 de marzo.
- Quarles, R. (2019). «*The Financial Stability Board at 10 Years—Looking Back and Looking Ahead*», Speech at the European Banking Federation's European Banking Summit, 3 de octubre.
- Rajan, R. G. (2005). *Has financial development made the world riskier?*, NBER Working Paper n.º 11728.
- Rennison, J., E. Platt, C. Smith y P. Stafford (2021). «US put off derivatives rules for a decade before Archegos blew up», *Financial Times*, 12 de abril.
- Reuters (2021). «Credit Suisse Repays Another \$400 Mln to Greensill-Linked Fund Investors», 6 de agosto.
- Santomero, A. (2007). «Loan portfolio management: good news or bad news for financial stability», *European Banking Report Board*, Roma, Italian Bankers Association.
- Scope Ratings (2020). *Greensill Bank AG Issuer Rating Report Overview*, 16 de octubre.
- Securities and Exchange Commission (2021a). «*SEC Approves Registration of First Security-Based Swap Data Repository; Sets the First Compliance Date for Regulation SBSR*», nota de prensa del 7 de mayo.
- Securities and Exchange Commission (2021b). «*Staff Report on Equity and Options Market Structure Conditions in Early 2021*», 14 de octubre.
- Securities and Exchange Commission (2020). «*SEC Announces the Creation of the Security-Based Swaps Joint Venture, Led by Division of Examinations and Division of Trading and Markets*», nota de prensa del 18 de diciembre.
- UK House of Commons Treasury Committee (2021). *Lessons from Greensill Capital. Sixth Report of Session 2021-22. Report, Together with Formal Minutes Relating to the Report by Authority of the House of Commons*.
- Wiggins, J. (2021). «*Greensill Capital Parent Was Possibly Insolvent on March 2*», *Financial Review*, 22 de julio.