

Resolución de entidades de contrapartida central: cómo evaluar y tratar los recursos financieros disponibles

María José Gómez Yubero y Bárbara Gullón Ojesto (*)

(*) María José Gómez Yubero y Bárbara Gullón Ojesto pertenecen a la Dirección General de Política Estratégica y Asuntos Internacionales de la CNMV. Este artículo es responsabilidad exclusiva de sus autoras y no refleja necesariamente la opinión de la CNMV. Las autoras agradecen la valiosa colaboración prestada por Álvaro Marín Lucas.

Índice

1	Introducción	9
2	Papel de las ECC en el sistema financiero y su importancia sistémica	10
2.1	Cómo funciona una ECC y cómo interactúa con los bancos	10
2.2	Aplicación simultánea de los regímenes de resolución bancaria y de ECC	13
2.3	Importancia sistémica de las ECC. Volúmenes, interconexiones y concentración	15
3	Refuerzo de la resistencia y de la resolubilidad de las ECC	20
3.1	Principios y regulación sobre resistencia, recuperación y resolución	20
3.2	Cómo se defiende una ECC. Agotamiento del sistema de garantía en cascada	21
3.3	Importancia de las pruebas de estrés	30
4	Guía del FSB 2020 para la determinación de los recursos disponibles en resolución	31
4.1	Evaluación de la adecuación de los recursos financieros para apoyar la resolución de la ECC	32
4.2	Tratamiento del capital de la ECC en resolución	40
5	Condicionantes en la mejora de la resolubilidad de las ECC. Incentivos e intereses divergentes	43
6	Próximos pasos	46
7	Conclusiones	48
	Referencias	49
Anexo 1	Ejemplo de aplicación práctica de la cascada de defensa de una ECC y de los recursos disponibles en resolución en escenarios de incumplimiento de sus miembros	51
Anexo 2	Ejemplo de aplicación práctica de la cascada de defensa de una ECC y de los recursos disponibles en resolución en escenarios de pérdidas no provocadas por incumplimiento de sus miembros	55

Índice de gráficos

Gráfico 1	Crecimiento de la compensación centralizada	15
Gráfico 2	Relaciones entre ECC y miembros proveedores de servicios	17
Gráfico 3	Concentración por ECC en el mercado de derivados OTC en euros	18
Gráfico 4	Concentración por miembro compensador de los recursos prefinanciados de las ECC	19

Índice de cuadros

Cuadro 1	Herramientas de resolución contempladas en el Reglamento de R&R de ECC	27
Cuadro 2	Lista de ECC sistémicas en más de una jurisdicción	29
Cuadro 3	Proceso de cinco pasos para evaluar la adecuación de recursos financieros y las herramientas disponibles	33
Cuadro 4	Escenarios de pérdidas por motivos distintos de un incumplimiento de un miembro (NDL) y por incumplimiento de un miembro (DL) a considerar en el plan de resolución	34
Cuadro 5	Herramientas y recursos de resolución en DL y NDL	36
Cuadro 6	Eficacia, limitaciones y posible riesgo sistémico de las herramientas de resolución	45
Cuadro 7	Datos básicos de la ECC	51
Cuadro 8	Coste total y recursos en el escenario de dos miembros incumplidores	52
Cuadro 9	Coste total y recursos en el escenario de tres o más miembros incumplidores	52
Cuadro 10	Escenarios de incumplimiento de miembros compensadores (<i>default losses</i>)	53
Cuadro 11	Datos básicos de la ECC	55
Cuadro 12	Escenarios de pérdidas no producidas por incumplimiento de miembros compensadores (<i>non-default losses</i>)	56

Índice de ilustraciones

Ilustración 1	Compensación bilateral versus compensación centralizada	11
Ilustración 2	Recursos de una ECC para hacer frente a incumplimientos	22

Índice de recuadros

Recuadro 1	Reglamento europeo sobre recuperación y resolución de ECC	24
Recuadro 2	Consulta pública de la Guía del FSB 2020. Identificación de escenarios	35
Recuadro 3	Consulta pública de la Guía del FSB 2020. Evaluación de herramientas y recursos	38
Recuadro 4	Consulta pública de la Guía del FSB 2020. Evaluación de costes	39
Recuadro 5	Consulta pública de la Guía del FSB 2020. Identificación de posible déficit	39
Recuadro 6	Consulta pública de la Guía del FSB 2020. Tratamiento del capital	43

Siglas utilizadas

AR	Autoridad de resolución
bankCBCM	FSB Cross-Border Crisis Management Working Group for Banks
BCBS	Basel Committee on Banking Supervision
BIS	Bank for International Settlements
CCP	Central Counterparty
CDS	Credit Default Swaps
CMG	Crisis Management Group
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CPMI	Committee on Payments and Market Infrastructures
Derivados OTC	Derivados Over-the-Counter
DL	Default Losses
ECC	Entidad de contrapartida central
EMIR	European Market Infrastructure Regulation
ESMA	European Security Market Authority
ESRB	European Systemic Risk Board
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FMI	Financial Market Infrastructure
fmiCBCM	FSB Cross-Border Crisis Management Working Group for FMIs
FSB	Financial Stability Board
G-SIB	Global Systemically Important Banks
G-SIFI	Global Systemically Important Financial Institutions
iCBCM	FSB Cross-Border Crisis Management Working Group for Insurers
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IRD	Interest Rates Derivatives
NCWO	No Creditor Worse Off
NDL	Non-Default Losses
NCWOL	No Creditor Worse Off than in Liquidation
PFMI	Principles for Financial Market Infrastructures
PTU	Partial Tear-Up
R&R	Recovery and Resolution
ReSG	FSB Resolution Steering Group
SITG	Skin In The Game
UE	Unión Europea
VMGH	Variation Margin Gain Haircutting

Los recientes periodos de agitación del mercado han demostrado los beneficios que aporta la compensación centralizada a la estabilidad financiera mundial. Los avances en la aplicación de las reformas de la regulación del G20 acordadas después de la crisis financiera de 2008 han impulsado el uso de las ECC, así como una mayor capacidad de resistencia, de planificación de la recuperación y de resolubilidad.

Sin embargo, el cambio a la compensación centralizada también ha aumentado aún más su importancia sistémica. El marco de política internacional para las ECC debe reflejar la función cambiante de la compensación centralizada a fin de abordar los riesgos para la estabilidad financiera de manera eficaz¹.

1 Introducción

Las entidades de contrapartida central (en adelante, ECC), también conocidas como cámaras de compensación, son infraestructuras esenciales para la seguridad y solidez general del sistema financiero. Su creciente importancia sistémica y las elevadas interdependencias con el resto del sistema financiero justifican que las autoridades tomen medidas para garantizar que no se conviertan en una fuente de riesgo sistémico y que, en caso de que una ECC llegara a fallar, pueda resolverse sin afectar negativamente a la estabilidad financiera y sin exponer a los contribuyentes a pérdidas.

En respuesta a la crisis financiera global y con el fin de reforzar la solidez y resistencia del sistema financiero, en octubre de 2011 el Consejo de Estabilidad Financiera (Financial Stability Board, FSB) aprobó, entre otras medidas, los Atributos Clave en los Regímenes de Resolución de Entidades Financieras (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*) que establecen los elementos centrales para un régimen de resolución efectivo. Estos Atributos Clave fueron actualizados en 2014 para ampliar su aplicación a instituciones financieras no bancarias como las infraestructuras de mercado de importancia sistémica, en particular, las ECC².

Este documento, y otros posteriores, aun cuando parten de los trabajos previos realizados para el sector bancario, han sido adaptados al diferente perfil de riesgo y de negocio de las ECC. Sin embargo, la evaluación de la suficiencia y adecuación de los recursos financieros con los que cuenta una ECC para hacer frente a posibles incumplimientos, evitar su quiebra y garantizar la continuidad de sus funciones críticas, a diferencia de lo que ocurre en el sector bancario, es un terreno poco explorado, ya que son muy pocos los casos en los que las pérdidas incurridas por un miembro han superado los recursos provistos para su cobertura y menos aún los casos de quiebra de una ECC.

El último avance en este ámbito es la reciente publicación por parte del FSB de la Guía sobre los recursos disponibles para respaldar la resolución de una ECC y sobre

1 Cita traducida al castellano tomada de FSB (2020). *FSB releases guidance on CCP financial resources for resolution and announces further work*. 16 de noviembre.

2 FSB (2014). *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*. Octubre.

el tratamiento de su capital en resolución, *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution*³ (en adelante, la Guía del FSB 2020).

Esta Guía tiene como objetivo ayudar a las autoridades de resolución a aplicar los principios incorporados en los Atributos Clave desde un punto de vista práctico para poder determinar la composición y la cantidad de recursos financieros necesarios para apoyar la resolución de una ECC. No obstante, como se explica en la sección 5 de este documento, la propia Guía prevé su revisión a la luz de la experiencia en su aplicación y, dada la estrecha relación que existe entre la resistencia, la recuperación y la resolución, los programas de trabajo conjunto del FSB y del Comité de Pagos e Infraestructuras de Mercado (CPMI) y de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO) contemplan el desarrollo de una política internacional sobre el uso, la composición y la cantidad de recursos financieros en la recuperación y resolución para fortalecer aún más la resiliencia y resolubilidad de las ECC.

Este artículo expone y analiza el contenido de la Guía del FSB 2020 y contextualiza su aplicación con una revisión de las funciones, de la importancia sistémica de las ECC y de la interacción con el sector bancario que justifican el refuerzo de la regulación de estas infraestructuras. Finalmente, se identifican los retos futuros y el trabajo por hacer en el ámbito de las políticas y de la implementación y evaluación de la capacidad de resistencia de las ECC y de su resolubilidad.

2 Papel de las ECC en el sistema financiero y su importancia sistémica

El papel central de las ECC en el sistema financiero y su creciente importancia sistémica han convertido a estas infraestructuras en *entidades demasiado importantes para caer*. Aun siendo poco probable, si las líneas de defensa de las ECC fueran insuficientes para afrontar una crisis, sería preciso contar con un esquema que permita garantizar la continuidad de sus funciones esenciales, preservando la estabilidad financiera y sin valerse de los recursos de los contribuyentes.

2.1 Cómo funciona una ECC y cómo interactúa con los bancos

El registro de una operación en una ECC da lugar a una operación de compra y una operación de venta, teniendo ambas como contraparte a la ECC, que se interpone y garantiza el cumplimiento de las obligaciones de cada parte durante la vigencia del contrato u operación. De este modo, y en ausencia de incumplimiento de alguna de las partes, la posición abierta de la ECC es cero, lo que se conoce como *matched book* o cartera casada (las posiciones largas se igualan con posiciones cortas iguales y opuestas). Por lo tanto, la cámara es neutral frente al riesgo de mercado. En caso de

3 FSB (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution*. 16 de noviembre.

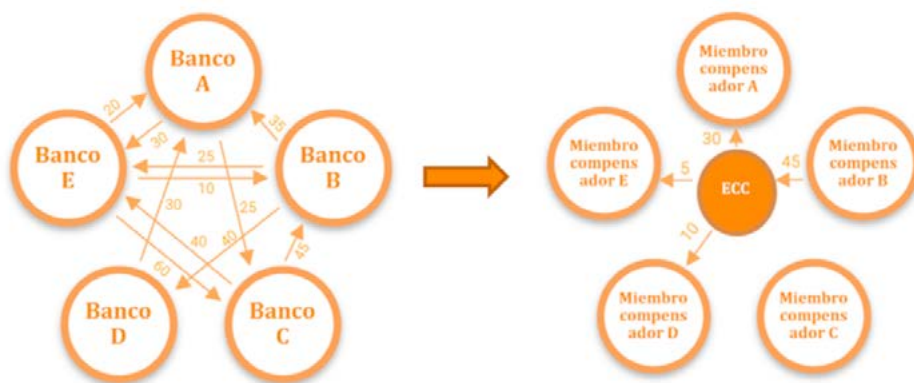
incumplimiento de un miembro, la cámara actuaría inmediatamente para regresar a la posición neta cero.

Además, tal y como se recoge en los PFMI, las ECC suelen requerir a los participantes que aporten garantías (a través de márgenes iniciales y otros recursos financieros) para cubrir sus exposiciones actuales y sus potenciales exposiciones futuras. Las ECC también pueden mutualizar determinados riesgos a través de mecanismos como los fondos para incumplimientos.

De este modo, mediante el neteo multilateral de posiciones, la colateralización y la mutualización de pérdidas, las ECC actúan reduciendo el riesgo agregado de contraparte y ayudando a reducir los riesgos y las interconexiones a través del sistema financiero, como se puede ver en la ilustración 1.

Compensación bilateral versus compensación centralizada

ILUSTRACIÓN 1



En este ejemplo se aprecia cómo el número de transacciones se reduce de 11 a 4 con la interposición de la ECC. El riesgo total de contraparte pasa de 360 a 90. La posición neta de la ECC es cero, si bien mantiene una exposición de 45 y otras 3 de signo contrario que suman el mismo importe.

Fuente: Elaboración propia a partir de European Association of CCP Clearing Houses (EACH). *How does clearing work?*

Esta función centralizadora de la gestión del riesgo de contraparte en los mercados financieros hace que las ECC presenten un elevado nivel de interdependencia con los bancos, ya que son precisamente los principales bancos los miembros compensadores de las ECC más importantes. Los bancos también son proveedores de servicios críticos de las ECC, al proporcionar custodia y liquidación, liquidez y servicios de colateral. Además, los bancos pueden ser asimismo accionistas.

Esta interacción adquiere relevancia sistémica como consecuencia de la compensación central obligatoria, del principio de mutualización de pérdidas entre los miembros compensadores en caso de incumplimiento y de las altas interdependencias con el resto del sistema financiero, lo que la convierte en una fuente potencial de contagio financiero. Sin embargo, la naturaleza de su importancia sistémica difiere de la de los bancos debido a sus diferentes roles y a cómo estos dan lugar a diferentes perfiles de riesgo.

Mientras que las ECC son gestoras de riesgos, los bancos son principalmente tomadores de riesgos. En general, se puede decir que un banco se dedica a la transformación de liquidez y vencimientos y, por lo tanto, está expuesto al riesgo crediticio de

sus prestatarios, así como al riesgo de liquidez que surge del desajuste entre sus fuentes de financiación y sus activos.

Si bien la importancia sistémica de las ECC se deriva en gran medida de su papel central y esencial en el mercado en el que actúan y la de los bancos proviene generalmente del tamaño y de la complejidad de sus actividades, ambas son interdependientes, lo que también conlleva que las ECC se vean afectadas por los riesgos de los bancos y viceversa⁴.

En general, y a diferencia de los bancos, las ECC no operan con apalancamiento y no emiten deuda. El capital de una ECC es relativamente pequeño en relación con el volumen que compensa. Las líneas de defensa de los bancos se basan en sus propios recursos y en la emisión de deuda capaz de absorber pérdidas, mientras que la defensa de la ECC descansa fundamentalmente en los recursos, prefinanciados o comprometidos, de sus miembros, sobre todo bancos. Como se explica en el epígrafe 3.2 de este documento, estos recursos prefinanciados pueden incluir: i) el margen inicial⁵ del participante incumplidor; ii) la aportación de dicho participante a la garantía colectiva o al fondo de garantía de incumplimiento⁶; iii) una parte de los fondos propios de la ECC, conocida como *skin in the game*, y iv) las aportaciones de otros participantes a la garantía colectiva o fondo de garantía de incumplimiento. Además, las reglas de funcionamiento de las ECC suelen contemplar la posibilidad de que, en caso necesario, la cámara exija a sus miembros que aporten nuevos recursos para absorción de pérdidas y recursos adicionales para reponer los fondos prefinanciados, de modo que la cámara pueda continuar con su actividad.

Dada su función y estructura, una ECC no puede, en general, ser un desencadenante inicial de tensión, ya que una ECC solo transmitirá tensión tras el incumplimiento de uno o más de sus participantes o de una contraparte de inversión.

Si en esta situación se llegaran a erosionar los márgenes de garantía y los fondos de incumplimiento, la capacidad de las ECC para recuperar su solidez financiera depende de la capacidad de sus miembros compensadores para absorber pérdidas importantes e inesperadas. Esto puede ser un desafío en situaciones de severas tensiones en el mercado, cuando los bancos pueden estar bajo presiones crediticias y de liquidez de múltiples fuentes, carecer de recursos para contribuir a la recuperación de la ECC o, incluso, estar en resolución ellos mismos o terminar en resolución como resultado de la crisis de una ECC. En consecuencia, las ECC pueden convertirse en un canal de contagio de riesgo sistémico en detrimento de la estabilidad financiera. Por ello, la debida consideración de las implicaciones macroprudenciales es esencial a la hora de evaluar la recuperabilidad y la resolubilidad de una ECC.

4 En este sentido se pronuncian Hughes, D. y Manning, M. (2015). «CCPs and Banks: Different Risks, Different Regulations». *RBA Bulletin*. Diciembre.

5 Los márgenes iniciales se definen en los PFMI como la garantía recaudada para afrontar potenciales cambios del valor de las posiciones de cada participante, esto es, la exposición potencial futura, durante un periodo pertinente de cierre de posiciones, en el supuesto de que un participante incurra en incumplimiento.

6 La garantía colectiva o fondo de garantía de incumplimientos es un mecanismo prefinanciado para incumplimientos.

2.2 Aplicación simultánea de los regímenes de resolución bancaria y de ECC

En principio, una ECC debe poder resistir la quiebra conjunta de los dos miembros compensadores a los que tiene las mayores exposiciones⁷. En consecuencia, se puede suponer que si una ECC entrara en resolución debido a pérdidas relacionadas con el incumplimiento, ello significaría que varios de sus principales miembros compensadores se encontrarían en graves dificultades. Asimismo, es plausible asumir que estos grandes miembros compensadores —a menudo instituciones financieras de importancia sistémica global (G-SIFI)— tampoco podrán fallar, sino que serán puestos en resolución⁸.

Por tanto, aunque remota, en la resolución de una ECC se aplicarán simultáneamente los regímenes de resolución bancaria y de las ECC. Esta situación aconseja que las autoridades de resolución de ambos procesos sean diferentes por razones de eficacia (relacionadas con la dificultad de gestionar simultáneamente dos procesos de resolución altamente complejos), eficiencia (relacionadas con la mejor optimización de la capacidad disponible en cada una de las autoridades) y para evitar cualquier posible conflicto de interés en la consecución de los objetivos de resolución en uno y otro caso y en el ejercicio de sus diferentes funciones respecto a la cámara y a sus miembros.

En una resolución bancaria los objetivos de resolución se refieren al mantenimiento de las funciones esenciales del banco, relacionadas normalmente con su actividad de intermediación bancaria entre depositantes y prestatarios, y a la protección de los depositantes y de los fondos y activos de sus clientes. En una ECC los objetivos primordiales de la resolución son garantizar la continuidad de las funciones esenciales, como garante del cumplimiento de las obligaciones de los contratos en los que se interpone. En ambos casos se trata de evitar efectos negativos para la estabilidad financiera y proteger los fondos públicos.

La regulación y supervisión de las ECC corresponde al ámbito de los mercados de valores, si bien, al existir una profunda conexión tanto con el sector bancario como con los bancos centrales, la normativa asegura una estrecha coordinación y

7 El principio 4 de los PFMI (Riesgo de crédito) señala lo siguiente: «(...) Una FMI deberá mantener recursos financieros suficientes para cubrir su exposición crediticia a cada participante por su valor completo con un elevado grado de confianza. Asimismo, una entidad de contrapartida central (CCP) que participe en actividades que tengan un perfil de riesgo más complejo o que tenga una importancia sistémica en múltiples jurisdicciones deberá mantener recursos financieros adicionales que sean suficientes para cubrir una amplia gama de escenarios posibles de tensión que incluirán, sin limitarse a ellos, el incumplimiento de los dos participantes y de sus filiales que puedan llegar a causar la mayor exposición crediticia agregada posible a la CCP en condiciones de mercado extremas pero verosímiles». En línea con lo anterior, el artículo 42, párrafo 3 del Reglamento EMIR establece lo siguiente: «El fondo de garantía deberá permitir a las ECC, como mínimo, hacer frente, en condiciones de mercado extremas pero verosímiles, al incumplimiento del miembro compensador con respecto al cual están más expuestas o de los miembros compensadores que sean el segundo y el tercero con respecto a los cuales están más expuestas, en caso de que la suma de sus exposiciones sea mayor».

8 Entre los acuerdos adoptados por el G20 a raíz de la crisis financiera mundial de 2008 a fin de abordar los riesgos para el sistema financiero mundial de instituciones financieras de importancia sistémica, consideradas *demasiado grandes para caer*, está la adopción de regímenes de resolución efectivos que permitan gestionar la quiebra de estas entidades de una manera ordenada que limite el impacto general sobre la actividad económica y sin exponer a pérdidas a los contribuyentes. Estos regímenes de resolución bancaria han sido implementados en las jurisdicciones del FSB durante la última década.

cooperación, que también se produce al nivel de los organismos que desarrollan las normas internacionales (*standard setters*).

En la Unión Europea, la resolución de ECC queda fuera de la Unión Bancaria y del Mecanismo Único de Resolución, residiendo la competencia para decidir y gestionar dicha resolución en las autoridades de los Estados miembros. La razón principal es que el coste de la resolución, en caso de que fueran necesarias ayudas públicas, recae sobre los Estados miembros, sin que por el momento se haya arbitrado un sistema único a nivel de la Unión Europea.

La probable aplicación simultánea de los regímenes de resolución bancaria y de ECC refuerza, no obstante, la necesidad de que exista una estrecha coordinación y cooperación entre las autoridades. En la Unión Europea esta colaboración queda garantizada por el Reglamento de R&R de ECC⁹, ya que contempla que tanto las autoridades de resolución como los supervisores de los bancos que sean miembros de la ECC participarán en el colegio de resolución¹⁰ como miembros con voto.

La participación en el colegio de resolución tiene por finalidad, entre otros, garantizar el intercambio de información, velar por que las medidas del plan de la cámara no tengan efectos perturbadores en los planes de los bancos miembros, considerar la capacidad para absorber pérdidas de los bancos y el riesgo de contagio resultante y, en definitiva, contribuir a evaluar las repercusiones para la estabilidad financiera de las medidas de resolución que se prevean para la cámara.

El Reglamento de R&R de ECC reconoce también a ESMA como autoridad europea de referencia para la resolución de ECC. ESMA creará un comité permanente de resolución (ESMA ResCo) con funciones de coordinación y desarrollo normativo similares al que actualmente existe en EBA. Formarán parte de ESMA ResCo las autoridades de resolución de las ECC como miembros con voto, así como las autoridades de resolución y de supervisión bancaria como observadores, incluida la propia EBA.

En definitiva, dado que tanto los regímenes de resolución bancaria como los de las ECC pueden activarse simultáneamente y teniendo en cuenta las complejas interacciones entre los bancos y las ECC, la regulación sobre resolución de ambas intenta considerar las consecuencias de la resolución de las entidades de crédito en las ECC y viceversa.

Por un lado, asegurando una estrecha cooperación entre las autoridades implicadas, facilitando herramientas y principios para asegurar la efectividad, la proporcionalidad y la debida consideración de las partes interesadas, además de la estabilidad financiera y de los recursos fiscales. Por otro, asegurando que las acciones de

9 Reglamento (UE) 2021/23 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de diciembre de 2020, relativo a un marco para la recuperación y la resolución de entidades de contrapartida central y por el que se modifican los Reglamentos (UE) n.º 1095/2010, (UE) n.º 648/2012, (UE) n.º 600/2014, (UE) n.º 806/2014 y (UE) 2015/2365 y las Directivas 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2007/36/CE, 2014/59/UE y (UE) 2017/1132 (para más información, véase el recuadro 1).

10 El Reglamento de R&R de ECC proporciona un marco para una estrecha coordinación entre las autoridades afectadas por una eventual resolución de una ECC a través de los *colegios de resolución*. De esta forma, se garantiza que las acciones de resolución se apliquen de manera coherente, teniendo en cuenta el impacto en las partes interesadas afectadas y en la estabilidad financiera.

resolución se apliquen de forma equilibrada y proporcionada, evitando en la medida de lo posible la destrucción de valor y los efectos procíclicos y disruptivos.

2.3 Importancia sistémica de las ECC. Volúmenes, interconexiones y concentración

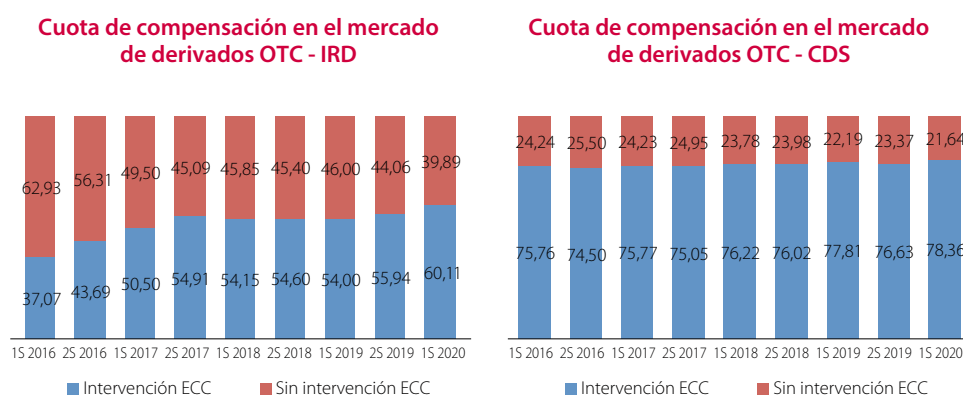
Los recientes periodos de turbulencia vividos en los mercados financieros con la crisis provocada por la pandemia del COVID-19 han corroborado los beneficios que aporta la compensación centralizada para la estabilidad financiera mundial¹¹. Los avances en la implementación de las reformas acordadas por el G20 en respuesta a la crisis financiera global iniciada en 2008 han promovido el uso de las ECC y han mejorado su capacidad de resistencia y de recuperación y su resolubilidad.

Sin embargo, las ECC también han adquirido relevancia sistémica con el cambio a la compensación centralizada obligatoria de los derivados OTC estandarizados¹². Esta función ha hecho que las ECC se transformen en nodos de riesgos e interconexiones por sí mismas, al tiempo que su importancia en Europa y a nivel mundial ha aumentado considerablemente, sobre todo en el campo de los derivados de tipos de interés (IRD) y de los *Credit Default Swaps* (CDS).

De acuerdo con las estadísticas sobre derivados OTC que publica el Banco Internacional de Pagos (BIS), una gran proporción de los 607 billones de dólares de contratos de derivados vigentes a nivel mundial se compensan a través de ECC, 16 de ellas ubicadas en la Unión Europea. Como se aprecia en el gráfico 1, a finales del primer semestre de 2020 se liquidaron de forma centralizada más del 60 % de los CDS y casi el 80 % de los IRD.

Crecimiento de la compensación centralizada

GRÁFICO 1



Fuente: Elaboración propia y BIS (2020). *OTC derivatives outstanding* (table D5.1 – D5.2).

11 Véase el informe FSB (2020). *Holistic Review of the March Market Turmoil*. 17 de noviembre.

12 En la cumbre de Pittsburgh, celebrada el 26 de septiembre de 2009, los dirigentes del G20 convinieron, entre otras medidas para fortalecer el sistema regulatorio financiero internacional, en que para finales de 2012 todos los contratos de derivados extrabursátiles normalizados deberían compensarse a través de una ECC y que los contratos de derivados extrabursátiles deberían notificarse a registros de operaciones.

El papel de los bancos en la compensación centralizada adquiere una relevancia particular en el caso de los bancos de importancia sistémica mundial (G-SIB). De hecho, cuanto más sistémico es el banco, mayor es el número de ECC de las que es miembro. Puede afirmarse, por tanto, que la actividad de compensación centralizada está altamente interconectada y concentrada, como puede apreciarse en el gráfico 2.

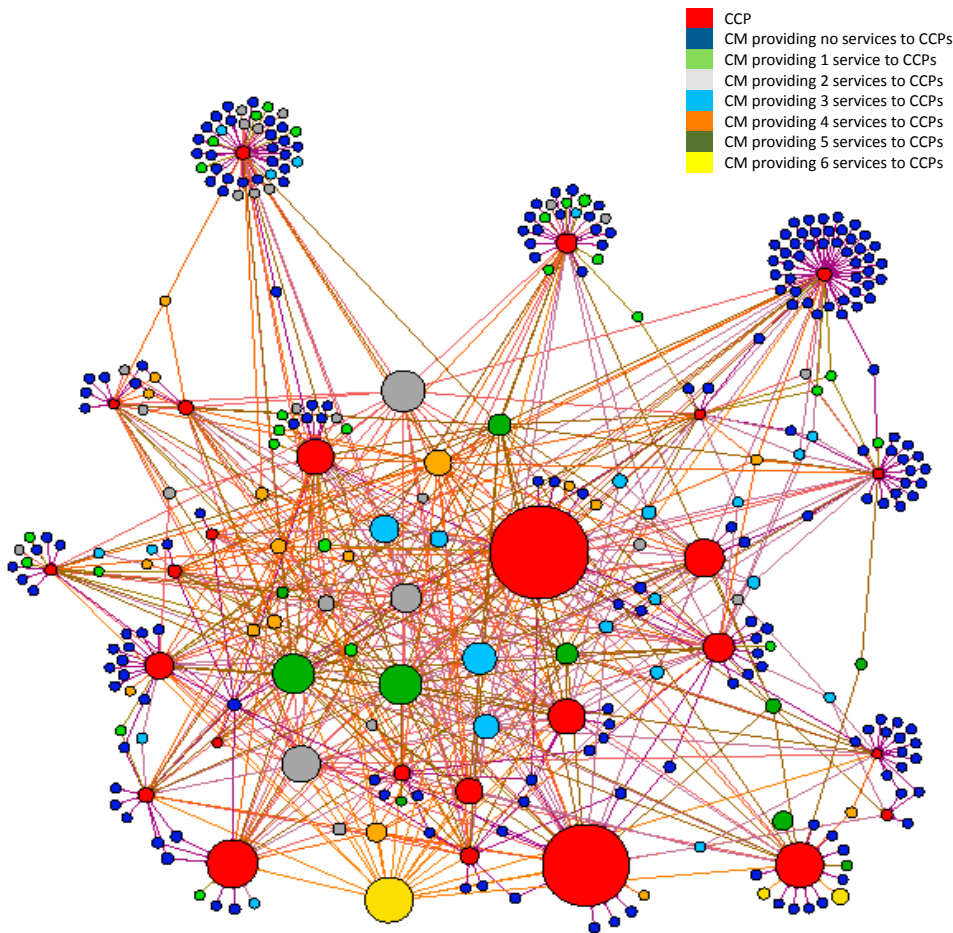
Para comprender mejor e ilustrar estas relaciones, el FSB, junto con CPMI, IOSCO y BCBS han representado las interdependencias¹³ entre las cámaras de compensación, los miembros compensadores y otros proveedores de servicios financieros, confirmando que un fallo en uno de los elementos centrales de una red probablemente tendría consecuencias significativas para el resto de sus elementos. Los resultados de este análisis, publicado en 2018, corroboran lo siguiente:

- Los recursos financieros prefinanciados (márgenes iniciales y fondo de incumplimiento) se concentran en un pequeño número de ECC.
- Las exposiciones a ECC se concentran en un reducido número de entidades.
- Un pequeño número de entidades tiende a dominar la prestación de cada uno de los servicios críticos requeridos por las ECC.
- Los miembros compensadores y las entidades pertenecientes a sus grupos también son proveedores importantes de otros servicios críticos requeridos por las ECC y pueden mantener varios tipos de relaciones con múltiples cámaras simultáneamente.

El gráfico 2 aporta una visión global de la red de relaciones entre miembros compensadores y cámaras¹⁴ e ilustra el alto grado de interconexión entre los miembros compensadores más grandes e importantes y la de estos con las cámaras en las que participan o prestan servicios críticos. La mayor parte de estas entidades son bancos sistémicos globales.

13 FSB, CPMI, IOSCO y BCBS (2018). *Analysis of Central Clearing Interdependencies*.

14 En el gráfico, las cámaras se representan en color rojo y los nodos de distintos colores son los miembros que además prestan diferentes servicios. El tamaño de los nodos ECC representa una aproximación de la exposición al riesgo de crédito de la cámara a todos sus miembros compensadores. El tamaño de los nodos miembros compensadores es una medida del total de recursos financieros prefinanciados que el miembro ha depositado o contribuido entre todas las cámaras de las que es miembro, de modo que estos nodos representan sus exposiciones a las ECC.



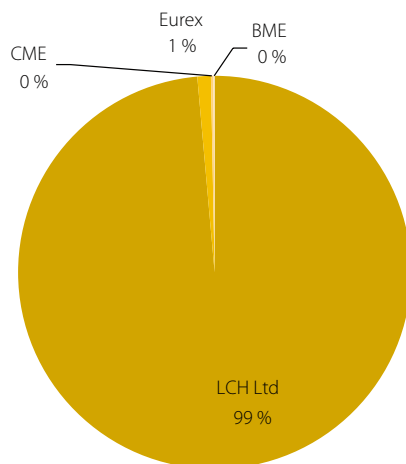
Fuente: Imagen tomada de FSB, CPMI, IOSCO y BCBS (2018). *Analysis of Central Clearing Interdependencies*, p. 12.

Un estudio publicado por el BIS¹⁵ corrobora que, a medida que ha crecido la compensación de derivados OTC, ha aumentado su concentración en un número de ECC cada vez más reducido. Esta tendencia es clara en el caso de los CDS y más aún para los derivados sobre tipos de interés (IRD). Por ejemplo, para las operaciones en euros, ICE Clear Europe tiene una cuota de compensación del 48 % de los CDS y LCH SwapClear supera el 98 % en las operaciones IRD en euros (gráfico 3).

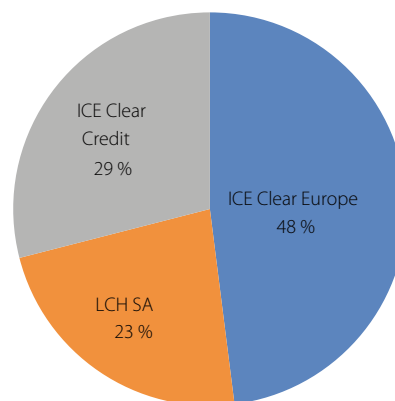
En términos de márgenes iniciales, si bien no es un parámetro habitualmente utilizado para medir la cuota de mercado, LCH tendría un porcentaje del 77 % en IRD e ICE Clear Credit del 74 % en CDS. Medido en términos de importe nominal, sin embargo, LCH Swap Clear tendría una cuota cercana al 100 %.

15 Faruqi, U., Huang, W. y Takáts, E. (2018). «Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus». *BIS Quarterly Review*. Diciembre.

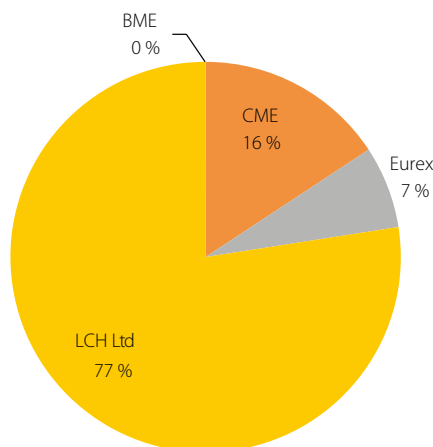
Concentración en IRD (importe nacional)



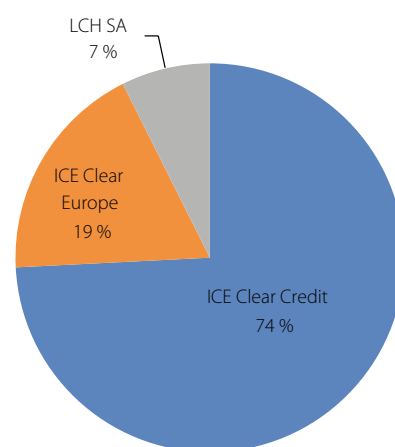
Concentración en CDS (importe nacional)



Concentración en IRD (márgenes iniciales)

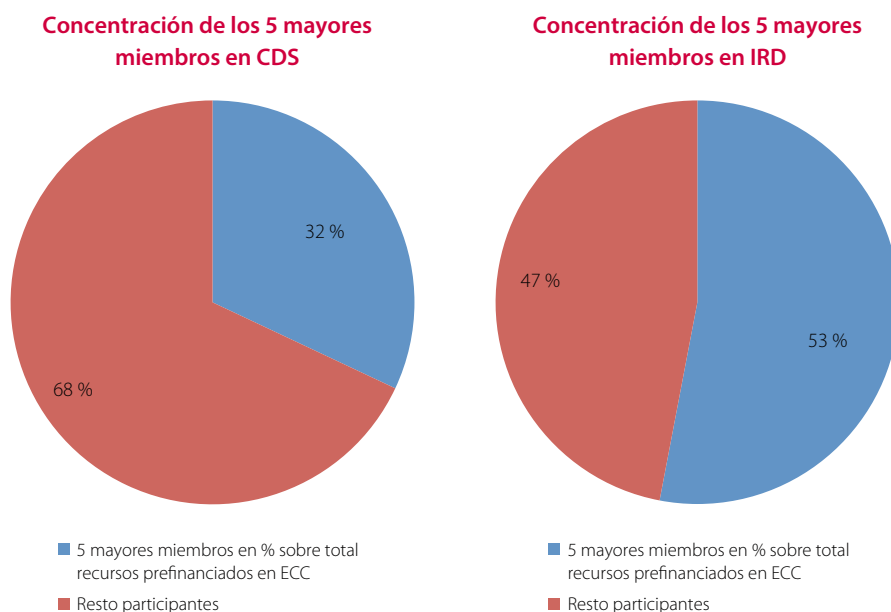


Concentración en CDS (márgenes iniciales)



Fuente: Khwaja, A. (2019). *2018 CCP Market share Statistics*. Clarus Financial Technology. EACH - Public Quantitative Disclosure of CCPs Disponible en: <https://www.eachccp.eu/cpmi-iosco-public-quantitative-disclosure/> y <https://www.cmegroup.com/clearing/cpmi-iosco-reporting.html>.

Este trabajo también demuestra que un grupo reducido de entidades de importancia sistémica (todos bancos) aportan a las ECC la mitad de los recursos prefinanciados en CDS y un tercio en IRD a nivel global (gráfico 4). Esta tendencia viene motivada tanto por la reducción de costes que supone para los bancos participar en un número limitado de cámaras como por la eficiencia derivada de la compensación multilateral entre diferentes contrapartes, que permite rebajar la cantidad total de margen. De este modo, cuanto menor sea el número de cámaras a través de las que opera un banco, menores son también la garantía asociada y los requisitos de capital exigidos.



Fuente: Elaboración propia y Faruqi, Huang y Takáts (2018). (Op. cit.).

A nivel europeo, ESMA ha analizado la concentración de los márgenes de los miembros compensadores en las ECC¹⁶ y ha concluido que, si bien el grado de concentración en los cinco mayores miembros es bajo en promedio, existe una alta dispersión entre las cámaras de la Unión Europea y algunas de ellas tienen una elevada concentración en un número reducido de miembros, lo que puede tener importantes implicaciones para la estabilidad financiera.

El ESRB, por su parte, ha desarrollado una serie de indicadores que permiten monitorizar la evolución y las tendencias en la compensación centralizada en la Unión Europea desde una perspectiva macroprudencial¹⁷.

En resumen, el crecimiento en la compensación global de derivados OTC ha convertido esta actividad en altamente sistémica y caracterizada por un elevado nivel de interconexión y de concentración tanto en los bancos como en las ECC. Esto se produce, entre otros motivos, porque los miembros compensadores más relevantes operan a la vez en varias ECC (sin que las ECC conozcan los recursos comprometidos en otras cámaras) y normalmente prestan servicios de custodia, liquidación o financiación que son muy relevantes para la continuidad de las funciones básicas de la ECC.

16 ESMA (2020). *EU Derivatives Markets. Annual Statistical Report 2020*, p. 43.

17 Además de los indicadores que el ESRB incluye en su panel de riesgos, el documento de trabajo Alfranseder, E., Fiedor, P., Lapschies, S., Orszaghova, L., Sobolewski, P. (2018). *Indicators for the monitoring of central counterparties in the EU*. ESRB Occasional Paper Series, n.º 14, marzo ofrece una completa perspectiva de los indicadores adecuados para el seguimiento del riesgo sistémico inherente a las ECC y plantea algunas propuestas de mejora de la calidad de la información disponible para su elaboración.

Por tanto, el comportamiento y los riesgos de los bancos y las ECC están estrechamente relacionados¹⁸.

3 Refuerzo de la resistencia y de la resolubilidad de las ECC

A medida que ha aumentado la importancia sistémica de las ECC y su papel central en el sistema financiero, las autoridades han realizado notables esfuerzos para fortalecer su solidez. En particular, se ha implementado una estricta política de gestión de riesgos, junto con rigurosas pruebas de resistencia, y se han introducido medidas para disminuir la prociclicidad de los márgenes.

En paralelo se han impuesto requisitos de capital a los miembros para garantizar que el capital y la liquidez de los bancos cubran los riesgos asociados con su exposición a las ECC¹⁹. Se ha mejorado la transparencia y reforzado la supervisión y la cooperación entre las autoridades involucradas, tanto a nivel nacional como transfronterizo. Más recientemente se han establecido las bases para un sistema de resolución eficaz.

3.1 Principios y regulación sobre resistencia, recuperación y resolución

Los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero (PFMI) de CPMI-IOSCO²⁰ publicados en 2012 suponen un hito en la regulación de las ECC, junto con la revisión de los Atributos Clave del FSB²¹ en 2014 para adaptarlos a las infraestructuras de mercado. En 2017, fruto del trabajo conjunto del FSB con CPMI, IOSCO y BCBS:

- CPMI e IOSCO establecieron una orientación adicional sobre los PFMI con respecto a la resiliencia de las ECC²², en particular sobre gobernanza, pruebas de estrés crediticio y de liquidez y contribuciones de las ECC a las pérdidas con sus propios recursos financieros.
- CPMI e IOSCO también actualizaron su guía de 2014 sobre la recuperación de las infraestructuras de los mercados financieros²³, para proporcionar

18 El documento Domanski, D., Gambcorta, L. y Picillo, C. (2015) «Central clearing: trends and current issues». *BIS Quarterly Review*. Diciembre, discute sobre los múltiples vínculos entre los bancos y la compensación centralizada que pueden contribuir a amplificar los riesgos sistémicos y concluye sobre la necesidad de mejorar la comprensión de dichas implicaciones para el sistema financiero en condiciones normales y de estrés.

19 Los requisitos de capital en relación con las exposiciones bancarias a las ECC pueden encontrarse en BCBS (2019). *Capital requirements for bank exposures to CCP*.

20 CPMI-IOSCO (2012). *Principles for financial market infrastructures*. Abril.

21 FSB (2014). (*Op. cit.*)

22 CPMI-IOSCO (2017). *Resilience of central counterparties (CCPs): further guidance on the PFMI*. Julio.

23 CPMI-IOSCO (2017). *Recovery of financial market infrastructures*. Julio (revisión del mismo documento de octubre de 2014).

aclaraciones sobre la operatividad de los planes de recuperación, las pérdidas no relacionadas con el incumplimiento de los miembros y la transparencia con respecto a las herramientas de recuperación y su aplicación.

- El FSB publicó la Guía sobre planificación de la resolución de ECC, que ofrece orientación sobre la implementación de los Atributos Clave, analiza el uso de herramientas de asignación de pérdidas, el desarrollo de planes de resolución y la formación de grupos de gestión de crisis (*Crisis Management Groups*, CMG) para las ECC de carácter sistémico en más de una jurisdicción²⁴.

Más recientemente, y como continuación del trabajo para mejorar la capacidad de una ECC para gestionar eficazmente el incumplimiento de sus miembros y, en consecuencia, mejorar su resistencia, CPMI-IOSCO ha publicado un documento sobre aspectos a tener en cuenta en las subastas²⁵ de posiciones de miembros incumplidores, con el fin de contribuir a mejorar dichos procesos²⁶.

En la Unión Europea, la regulación de las ECC y la obligación de compensación centralizada de los derivados extrabursátiles están recogidas en el Reglamento (UE) 648/2012 (EMIR²⁷), basado en los PFMI. En 2019 se produjo la modificación de esta regulación para reforzar la supervisión de las ECC de terceros países con importancia sistémica en la Unión Europea²⁸.

Hasta la fecha, no todas las jurisdicciones con ECC sistémicas cuentan con un régimen de recuperación y resolución de estas entidades. De acuerdo con el último informe sobre resolución publicado por el FSB, solo seis de las diez jurisdicciones que cuentan con cámaras sistémicas han aprobado una regulación específica²⁹.

En la Unión Europea esta regulación ha sido recientemente aprobada mediante el Reglamento de R&R de ECC, cuya síntesis se presenta en el recuadro 1.

3.2 Cómo se defiende una ECC. Agotamiento del sistema de garantía en cascada

Las ECC de importancia sistémica deben contar, de acuerdo con los PFMI, con un sistema de gestión de riesgos sólido, completo y adecuado para un funcionamiento continuado de sus servicios críticos, al tiempo que ofrezca incentivos a los participantes, accionistas, clientes y demás partes interesadas para participar en dicho sistema de gestión de riesgos y cumplir con sus funciones. En previsión de que los

24 FSB (2017). *Guidance on central counterparty resolution and resolution planning*. Julio.

25 Estas subastas pueden ser utilizadas por las ECC para transferir las posiciones de un participante incumplidor a un participante no incumplidor, permitiendo a la ECC restaurar su cartera casada.

26 CPMI-IOSCO (2020). *Central counterparty default management auctions – Issues for consideration*. Junio.

27 Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.

28 Regulation (EU) 2019/2099 of the European Parliament and of the Council of 23 October 2019 amending Regulation (EU) No 648/2012 as regards the procedures and authorities involved for the authorisation of CCPs and requirements for the recognition of third-country CCPs.

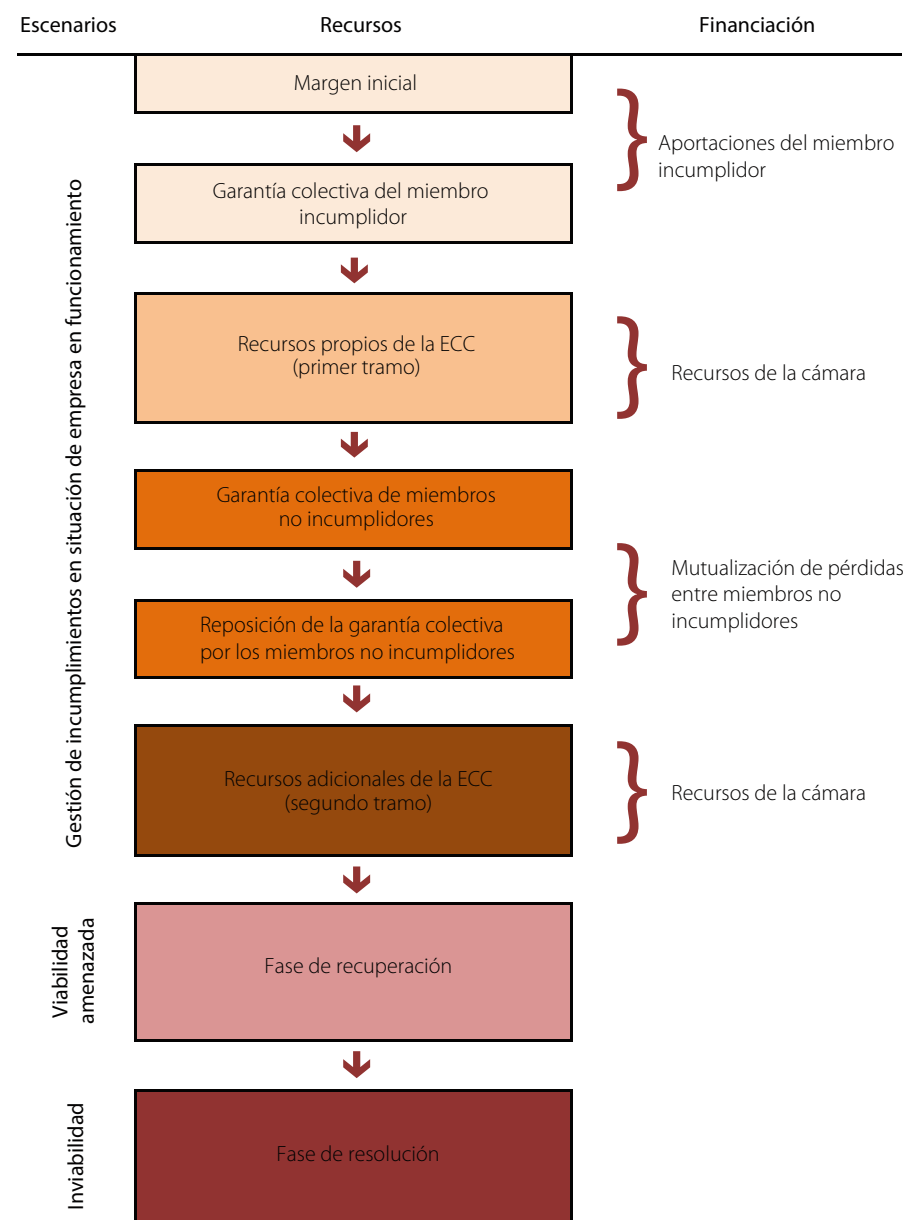
29 FSB (2020) *2020 Resolution Report*. Noviembre.

recursos y herramientas al alcance de una ECC en situación de normalidad no fueran suficientes, han de existir planes de recuperación y de resolución con medidas adicionales a disposición de la ECC y de sus autoridades de resolución.

La ilustración 2 muestra los recursos financieros para hacer frente a incumplimientos en cada una de las fases³⁰.

Recursos de una ECC para hacer frente a incumplimientos

ILUSTRACIÓN 2



Fuente: Elaboración propia.

30 De acuerdo con los PFMI, la gestión de incumplimientos de una ECC debe contar, entre otros, con mecanismos que permitan gestionar y cerrar las posiciones de los miembros incumplidores y liquidar cualquier garantía de forma prudente y ordenada. Esta gestión puede implicar la cobertura de posiciones abiertas, la financiación de garantías para que las posiciones puedan cerrarse con el tiempo, la subasta de posiciones del miembro incumplidor o la asignación de estas posiciones abiertas a otros miembros no incumplidores.

3.2.1 Gestión del riesgo como empresa en funcionamiento

La compensación centralizada se basa en el principio de que las ECC siempre lleven una cartera casada (*matched book*) y en la mutualización de pérdidas en caso de fallo más allá de las garantías aportadas por sus miembros para cubrir el potencial riesgo de su posición. De ese modo, las principales líneas de defensa para compensar las pérdidas por riesgo de contraparte son los recursos aportados por los miembros compensadores, el margen inicial, las aportaciones al fondo de incumplimiento (*default fund*) y las posibles aportaciones adicionales de los miembros, y una parte de su capital propio (lo que se denomina *Skin In The Game*, SITG). Estos recursos conforman lo que se conoce como *default waterfall* o sistema de garantía en cascada.

Así, ante el incumplimiento de un miembro, la cámara deshará sus posiciones recurriendo normalmente a la subasta de estas entre los demás miembros y cubrirá la pérdida remanente con los márgenes iniciales del miembro incumplidor y con su aportación al fondo de incumplimiento. Si fuera preciso, la ECC aportará parte de su capital y, en última instancia, dispondrá de las contribuciones al fondo de incumplimiento de los restantes miembros³¹.

Si bien los miembros compensadores aportan importantes recursos prefinanciados a las ECC para reducir los riesgos derivados de un posible incumplimiento, estas defensas pueden resultar insuficientes para hacer frente a situaciones extremas.

3.2.2 Recuperación

Por ello, y como parte de esa gestión de riesgos, las ECC han de planificar su recuperación, en circunstancias extremas que podrían amenazar su viabilidad y su solidez financiera, de un modo eficaz que les permita continuar proporcionando sus servicios críticos si esas circunstancias ocurrieran.

El plan de recuperación debe abordar las condiciones extremas que puedan dar lugar a pérdidas no cubiertas, déficit de liquidez o insuficiencia de capital, así como cualquier debilidad estructural. El plan de recuperación también debe tratar la necesidad de reponer los recursos financieros prefinanciados y los acuerdos de liquidez para que la ECC pueda seguir siendo viable como empresa en funcionamiento (*going concern*) y continuar proporcionando sus servicios críticos.

Para ello, debe contemplar una serie de herramientas de recuperación al alcance de la ECC que le permitan, en los diferentes escenarios identificados, asignar las pérdidas para las que no existen recursos prefinanciados y cubrir los déficits de liquidez, restablecer una cartera casada y reponer los recursos financieros consumidos, incluido el capital propio de la ECC, a fin de continuar brindando servicios críticos.

Las herramientas deben ser transparentes, estar recogidas en las reglas internas de la cámara y diseñadas para permitir que sus participantes puedan controlar y gestionar

31 Una descripción completa de funcionamiento y modo de cálculo de las líneas de defensa de una cámara puede encontrarse en Núñez, S. y Valdeolivas, E. (2019). «Las entidades de contrapartida central: beneficios, costes y riesgos». Banco de España, *Revista de Estabilidad Financiera*, n.º 36.

su exposición potencial de riesgo, al tiempo que crean los incentivos adecuados para que todas las partes involucradas controlen la cantidad de riesgo que repercuten al sistema, y participan en la gestión de riesgos y de incumplimientos de la cámara. Las herramientas también deben diseñarse para minimizar el impacto negativo sobre los participantes directos e indirectos y el sistema financiero en general³².

3.2.3 Resolución

Si bien tal posibilidad es remota, si la cascada no fuera suficiente para cubrir pérdidas y el plan de recuperación no hubiera logrado devolver la viabilidad a la FMI o no se hubiera implementado de manera oportuna y adecuada, las autoridades deben contar, tal y como se indica en los Atributos Clave, con la potestad de hacer entrar en resolución a la ECC. Esta decisión puede tomarse también en caso de que, aun cuando el plan de recuperación no se haya aplicado por completo, la autoridad considere que las medidas de recuperación no serán suficientes para devolver la viabilidad a la ECC o comprometerán la estabilidad financiera.

A diferencia de lo que ocurre en la fase de recuperación, cuya activación e implementación son responsabilidad de la propia ECC, la resolución solo puede activarse mediante la decisión de una autoridad de resolución.

En la Unión Europea, la reciente aprobación y publicación del Reglamento de R&R de ECC proporciona el marco legal adecuado para gestionar situaciones que impliquen la inviabilidad de las ECC (véase recuadro 1). La norma europea se basa en los Atributos Clave del FSB y en los mismos principios que el marco de recuperación y resolución que se aplica a los bancos. Sin embargo, dado que el negocio de las ECC es muy diferente del de los bancos, las herramientas que contiene la regulación se alinean mejor con el perfil de riesgo y de negocio de esas entidades. El recuadro 1 recoge una síntesis de sus principales elementos.

Reglamento europeo sobre recuperación y resolución de ECC

RECUADRO 1

Los principales objetivos del Reglamento de R&R de ECC son: preservar las funciones críticas de las cámaras de compensación, mantener la estabilidad financiera y evitar que los contribuyentes carguen con los costes asociados a la reestructuración y resolución de las cámaras de compensación en quiebra.

La nueva regulación se asienta sobre los siguientes pilares:

- **Prevención y preparación.** Se requiere que las ECC y las autoridades de resolución elaboren planes de recuperación y resolución sobre cómo manejar cualquier forma de dificultad financiera que exceda los recursos existentes de una ECC. Si las autoridades de resolución identifican obstáculos para la

32 El informe CPMI-IOSCO (2017). *Recovery of financial market infrastructures*. Julio, proporciona una visión completa sobre el proceso de planificación de la recuperación, el contenido de los planes de recuperación y las posibles herramientas que pueden considerarse, así como los escenarios que pueden desencadenar el uso de herramientas de recuperación y las características de las más adecuadas en el contexto de dichos escenarios.

resolución en el curso del proceso de planificación, pueden exigir que una ECC tome las medidas adecuadas para su eliminación.

- **Intervención temprana.** Las autoridades supervisoras tienen la posibilidad de intervenir en una etapa temprana, es decir, antes de que los problemas se vuelvan críticos y la situación financiera se deteriore irreparablemente. Por ejemplo, pueden requerir que la ECC emprenda acciones específicas en su plan de recuperación o que realice cambios en su estrategia comercial o estructura legal u operativa.
- En el improbable caso de fallo de una ECC, las autoridades nacionales pueden usar **herramientas de resolución** para retornar a una situación de cartera sana y absorber pérdidas. Dichas herramientas incluyen la cancelación de contratos, el uso de la amortización de instrumentos de propiedad, los requerimientos de efectivo a los miembros compensadores, los recortes de ganancias por márgenes de variación, la venta de la ECC o partes de su negocio, o la creación de una ECC puente. Si bien el propósito de las acciones de resolución es evitar que el coste del fallo de una ECC recaiga en los contribuyentes, en circunstancias excepcionales el reglamento contempla, como medida de último recurso, la posibilidad de brindar apoyo público extraordinario con carácter temporal y siempre que exista un plan sólido y creíble de recuperación de las ayudas.

El Reglamento de R&R de ECC no especifica qué herramientas y competencias se deben utilizar en cada uno de los posibles escenarios de resolución. Deja la elección de la herramienta más adecuada en cada situación a la autoridad de resolución. Siempre que sea posible, la autoridad de resolución debe actuar de acuerdo con el plan de resolución acordado.

- **Salvaguardas y compensación.** El uso de herramientas de resolución se rige por ciertas salvaguardas para garantizar que todas las partes afectadas reciban un trato justo. Así, el reglamento garantiza el principio de «ningún acreedor en peor situación» (NCWO), según el cual ningún acreedor debería estar en peor situación en la resolución de lo que hubiera estado en caso de que la ECC entrara en liquidación. El reglamento también contempla un mecanismo de compensación que permite a las autoridades de resolución exigir a la ECC que compense a los miembros no incumplidores con derecho a una reclamación de NCWO con acciones de la ECC, con instrumentos de deuda o con derechos sobre beneficios futuros.
- **Marco institucional y coordinación entre autoridades y jurisdicciones.** Cada Estado debe designar al menos a una autoridad de resolución, no existiendo, a diferencia del mecanismo único de resolución bancaria, una autoridad de resolución a nivel europeo. La autoridad de resolución debe contar con independencia operativa y funcional para evitar conflictos de interés con el supervisor, pero ambos han de actuar de forma coordinada.

Teniendo en cuenta la naturaleza global y sistémica de las ECC, el reglamento establece una estrecha coordinación entre las autoridades nacionales y las de otras jurisdicciones en las que la ECC tiene relevancia en el marco de los

colegios de resolución, a fin de garantizar que las acciones de resolución se apliquen de manera coherente teniendo en cuenta el impacto para las partes interesadas afectadas y para la estabilidad financiera.

ESMA asume un papel clave como autoridad europea de referencia para las ECC. Se crea un comité permanente, el Comité de Resolución de ESMA, con funciones de coordinación y de desarrollo normativo similares a las del actualmente existente en la Autoridad Bancaria Europea (EBA), del que formarán parte las autoridades de resolución de las ECC como miembros, así como las autoridades de resolución y de supervisión bancarias como observadores, incluida la propia EBA.

- El Reglamento de R&R de ECC contempla también la posibilidad de **suspender temporalmente la obligación de compensación centralizada** en el contexto de una ECC en resolución, cuando ello sirva al objetivo general de preservar la estabilidad financiera. Será la Comisión Europea quien adopte la decisión, previa solicitud de la autoridad de resolución de una ECC en resolución o de su autoridad competente, tras un dictamen no vinculante de ESMA. Esta decisión solo debe adoptarse cuando sirva al objetivo general de preservar la estabilidad financiera y la confianza del mercado, en particular para prevenir efectos de contagio y evitar que las contrapartes y los inversores tengan exposiciones de riesgo elevadas e inciertas frente a una ECC.

El reglamento contempla una **entrada en vigor inmediata y una aplicación escalonada** hasta dos años, a fin de que durante ese periodo se pueda desarrollar y aprobar la normativa de segundo nivel que permita su implementación práctica, se designe a las autoridades de resolución correspondientes y se doten los recursos necesarios para el ejercicio de sus funciones.

Su publicación se produjo el 22 de enero de 2021. Las disposiciones sobre planes de recuperación son aplicables a partir del primer año después de la entrada en vigor. Al cabo de 2 años lo son las relativas al segundo tramo de recursos propios de la cámara y los derechos sobre beneficios futuros en recuperación y en 18 meses el resto de las disposiciones.

Si bien en España no se ha producido hasta la fecha la designación oficial de autoridad de resolución de ECC, la CNMV, en su calidad de autoridad competente para la supervisión, ha venido ejerciendo esta función en el ámbito de la preparación y análisis de resolubilidad de las ECC. De acuerdo con las directrices del FSB, la CNMV ha creado y preside el grupo de gestión de crisis de BME Clearing, precursor de su colegio de resolución. Desde el punto de vista organizativo y de recursos, la CNMV cuenta desde 2015 con una unidad a la que se han asignado las funciones de resolución, estando jerárquica y funcionalmente separada de las unidades que desempeñan las funciones de supervisión de la cámara, tal y como exige el reglamento europeo.

El nuevo reglamento europeo proporciona un conjunto de instrumentos y competencias que la autoridad de resolución podrá aplicar en diferentes situaciones para hacer frente a la inviabilidad de una ECC, exigiendo el cumplimiento de todas las obligaciones contractuales pendientes siempre que sea posible. En el caso de las pérdidas

por incumplimiento de miembros, la autoridad de resolución debe volver a casar la cartera de la ECC y asignar las pérdidas pendientes por medio de instrumentos de asignación de posiciones y de asignación de pérdidas. En situación de pérdidas no debidas a incumplimientos, estas han de ser absorbidas por los instrumentos de capital en manos de los accionistas. Si estos instrumentos no fueran suficientes, las autoridades de resolución pueden amortizar la deuda y los pasivos no garantizados, de acuerdo con su prelación según la normativa nacional de insolvencia aplicable, y para aplicar instrumentos de asignación de pérdidas en la medida necesaria y sin poner en peligro la estabilidad financiera general. El cuadro 1 presenta las herramientas de resolución que contempla el nuevo Reglamento europeo de R&R de ECC.

Herramientas de resolución contempladas en el Reglamento de R&R de ECC

CUADRO 1

Herramientas de asignación de pérdidas

Requerimientos de efectivo a miembros no incumplidores	➔	Para cubrir pérdidas por incumplimiento y por no incumplimiento, restaurar su capacidad de cumplir con su obligación de pago, reponer los recursos prefinanciados y recapitalizar la ECC. Límite: dos veces la contribución al fondo de incumplimiento. Han de estar contemplados en el reglamento de la cámara.
Recortes de ganancias por variación de márgenes	➔	Para cubrir pérdidas por incumplimiento y por no incumplimiento, restaurar su capacidad de cumplir con su obligación de pago, reponer los recursos prefinanciados y recapitalizar la ECC. Límite: una vez la contribución al fondo de incumplimiento para cubrir pérdidas por no incumplimiento. Han de estar contemplados en el reglamento de la cámara.

Herramientas de asignación de posiciones

Terminación total o parcial de contratos	➔	Rescisión de los contratos afectados por incumplimiento o, si fuera necesario, de todos los contratos, para volver a una situación de cartera casada.
--	---	---

Herramientas de absorción de pérdidas por la ECC

Amortización y conversión de instrumentos de capital y de deuda	➔	Para absorber pérdidas, recapitalizar la ECC o la ECC puente, o apoyar el instrumento de venta de negocio. Los accionistas deben ser amortizados antes del uso de herramientas de asignación de pérdidas a miembros no incumplidores o junto con dicho uso, salvo que una secuencia diferente minimice desviaciones del principio NCWO y logre mejor los objetivos de resolución.
---	---	---

Herramientas de transferencia de activos

Venta de negocio	➔	Venta de la totalidad o de parte de la ECC a otra entidad.
ECC puente	➔	Creación por parte de la autoridad de una ECC puente a la que se traspasarían las funciones esenciales. Podría venderse posteriormente. Las funciones no esenciales se liquidarían.

Herramientas de estabilización gubernamental

Apoyo accionarial	➔	Apoyo financiero público para la recapitalización de la ECC a cambio de instrumentos de propiedad. Último recurso. Al tiempo debe aplicarse la amortización y conversión de capital y obligaciones. Plan creíble de recuperación por el Estado.
Propiedad pública temporal	➔	La ECC pasaría a ser de titularidad pública temporal a través de la transferencia de los títulos de propiedad al Estado. Al tiempo debe aplicarse la amortización y conversión de capital y obligaciones. Plan creíble de recuperación por el Estado.

Fuente: Elaboración propia a partir del Reglamento de R&R de ECC.

En los anexos 1 y 2 se presentan ejemplos prácticos de aplicación de las herramientas de resolución basadas en la asignación de pérdidas provocadas por el incumplimiento de miembros de la cámara, en varios escenarios, y por otros acontecimientos ajenos a los miembros.

Además, la autoridad de resolución debe, una vez que se hayan absorbido las pérdidas y se haya vuelto a casar la cartera, asegurar la reconstitución de los recursos prefinanciados hasta los niveles necesarios para que la ECC pueda, de acuerdo con la regulación aplicable, continuar operando. Por último, la autoridad de resolución debe poder indemnizar a los miembros compensadores no incumplidores que tuvieran derecho a dicha indemnización, de conformidad con el principio de NCWO, si la aplicación de instrumentos de asignación de pérdidas diera lugar a pérdidas superiores a las que dichos miembros habrían sufrido con arreglo a las obligaciones que les imponen las normas de funcionamiento de la ECC.

Para que una ECC se resuelva con éxito debe haber recursos y herramientas financieros adecuados para respaldar su resolución ordenada y minimizar los efectos adversos para la estabilidad financiera. Como se ha visto en apartados anteriores, dada la estructura de capital de una ECC y la ausencia de deuda que absorba pérdidas, su capacidad de absorción de pérdidas cuando se encuentra en dificultades depende en gran medida de sus miembros a través de recursos prefinanciados, como el fondo de incumplimiento, o comprometidos, como los requerimientos de efectivo. La utilización de estos recursos puede comprometer la solvencia de los miembros, crear canales de contagio a través de sus clientes o de otras entidades financieras, y también podría ser procíclica, exacerbando los problemas de liquidez en momentos de estrés. De igual modo, la falta de recursos o herramientas adecuados impediría que la autoridad de resolución lograra los objetivos de resolución y podría conducir a una mayor inestabilidad financiera.

Como parte de la planificación de la resolución, las autoridades de resolución deben evaluar periódicamente la idoneidad de las herramientas existentes y los escenarios de resolución, y tratar de estimar su impacto en los recursos financieros disponibles para atender la resolución, así como las posibles repercusiones para la estabilidad financiera derivadas de su uso.

Para ayudar a las autoridades a determinar si existe una brecha en los recursos y herramientas disponibles para la resolución que debe abordarse, el FSB ha publicado la Guía sobre recursos financieros y tratamiento del capital de ECC en resolución que se analiza en la sección 4.

3.2.4 Avances en la planificación de la resolución

Siendo la resolución de las ECC una prioridad en la agenda del G20, uno de los objetivos del FSB ha sido el de impulsar el avance en la planificación de la resolución y en el análisis de la resolubilidad de las ECC consideradas sistémicas en más de una jurisdicción, con independencia de que las correspondientes jurisdicciones contaran o no con un marco legal de resolución específico. Para ello, el FSB ha instado a las autoridades a constituir grupos de gestión de crisis (*Crisis Management Groups*, CMG) para estas ECC, formados por las autoridades de resolución y de supervisión relevantes de las jurisdicciones implicadas con el fin de mejorar la

preparación de la resolución y facilitar su gestión y coordinación a nivel transfronterizo.

En la actualidad son 13 las ECC sistémicamente importantes en más de una jurisdicción³³. Todas las entidades de la lista, excepto una que ha sido recientemente incluida, cuentan con un CMG³⁴.

Lista de ECC sistémicas en más de una jurisdicción

CUADRO 2

ECC	Jurisdicción de origen
BME Clearing	España
CC&G	Italia
CME Inc.	EE. UU.
Eurex Clearing	Alemania
EuroCCP	Holanda
HKFE Clearing Corporation	Hong Kong
ICE Clear Credit	EE. UU.
ICE Clear Europe	Reino Unido
LCH Ltd	Reino Unido
LCH SA	Francia
Nasdaq Clearing	Suecia
Options Clearing Corporation	EE. UU.
SIX x-clear	Suiza

Fuente: FSB (2020). *2020 Resolution Report*. 18 de noviembre.

A lo largo de 2021 se espera que las autoridades correspondientes, en coordinación con los CMG de las ECC sistémicas, realicen avances significativos en la planificación y evaluación de la resolubilidad de estas infraestructuras³⁵.

En concreto, se llevará a cabo un primer proceso de evaluación de la resolubilidad centrado en la adecuación de los recursos financieros disponibles. Para facilitar este análisis, se está trabajando en la definición de escenarios que podrían conducir a la resolución de las ECC. Esta definición es clave para cuantificar las necesidades de financiación, por lo que los eventos de estrés que se utilicen deben ir más allá de cualquier situación extrema pero plausible. Sin embargo, no resulta sencillo desarrollar con precisión este tipo de escenarios para que resulten creíbles.

Para este fin también podría recurrirse a la realización de pruebas de estrés inversas (*reverse stress tests*), en las que el punto de partida es la situación de inviabilidad de la cámara con unas pérdidas superiores a los recursos disponibles y a partir de ahí se identifican los escenarios que podrían conducir a dicha situación.

33 Esta identificación es realizada por CPMI-IOSCO desde 2017 y se revisa cada dos años utilizando como referencia la Guía del FSB sobre resolución de ECC y planificación de la resolución (SI > 1).

34 FSB (2020). *2020 Resolution Report*. 18 de noviembre.

35 El plan de trabajo puede consultarse en FSB (2020). *2020 Resolution Report*. 18 November 2020.

3.3 Importancia de las pruebas de estrés

El elevado grado de interconexiones e interdependencias a nivel transectorial y transfronterizo que presenta la compensación centralizada es, sin duda, el mayor exponente de su nivel de concentración de riesgo sistémico (ver el epígrafe 2.3 de este artículo). Por ello es preciso avanzar en la identificación, la medición y el control de este riesgo a nivel global. En este sentido es destacable el trabajo realizado por el FSB³⁶ en 2017 (con referencia a 30 de septiembre de 2016) con el fin de identificar, cuantificar y analizar las interdependencias entre las ECC, sus miembros compensadores y los proveedores de servicios (custodios, bancos liquidadores, proveedores de crédito y liquidez, y contrapartes de inversión) más importantes, así como sus implicaciones sistémicas. Este estudio fue actualizado y enriquecido en 2018³⁷, pero desde entonces no ha vuelto a realizarse.

Este estudio, único en el panorama de la compensación centralizada mundial, representa un buen punto de partida para comprender las posibles fuentes de riesgo sistémico en esta actividad, aunque, como el propio informe reconoce, no se trata de un ejercicio o prueba de estrés destinados a evaluar el nivel de resistencia del entramado que sustenta la compensación centralizada a nivel mundial, sino que se limita a analizar el grado de interconexión que la define.

A nivel de la Unión Europea, ESMA, en coordinación con el ESRB y las autoridades supervisoras nacionales, lleva a cabo desde 2016 ejercicios de estrés sobre la capacidad de resistencia del sector de las ECC europeas frente a los incumplimientos de sus miembros y frente a perturbaciones del mercado. Estos análisis se realizan anualmente, de acuerdo con lo previsto en EMIR. El último de los ejercicios, cuyos resultados se publicaron en julio de 2020, confirma la resistencia general de las ECC de la Unión Europea a los *shocks* definidos por el ESRB y a múltiples incumplimientos de sus miembros, al riesgo de liquidez y al riesgo de concentración, sin que se hayan puesto de manifiesto riesgos sistémicos, aunque sí dio lugar a algunas recomendaciones orientadas a mejorar los sistemas de gestión de riesgos de las cámaras³⁸.

Si bien estos ejercicios son muy relevantes a fin de evaluar el nivel de resistencia ante *shocks* extremos pero plausibles, no están diseñados para valorar el riesgo que se imprimiría en el sistema financiero como consecuencia de la caída de uno o varios de los nodos principales de la compensación centralizada.

El nivel de interdependencia de la compensación centralizada con el sector bancario de forma directa—e indirecta con el sector financiero no bancario, fundamentalmente con lo que se conoce como el *buy side*, como clientes de los anteriores— aconseja avanzar en la realización de pruebas de estrés conjuntas y coordinadas, tanto a nivel sectorial como transfronterizo, para identificar canales de transmisión y de contagio de desequilibrios entre sectores y formas de mejorar la resistencia global del sistema financiero.

Una de las medidas previsibles es la mejora en el nivel de transparencia y acceso a la información sobre niveles de exposición a riesgos de entidades interconectadas, tanto para las propias entidades que deben gestionar sus riesgos como para las

36 FSB, CPMI, IOSCO y BCBS (2017). (*Op. cit.*).

37 FSB, CPMI, IOSCO y BCBS (2018). (*Op. cit.*).

38 ESMA (2020). *3rd EU-wide CCP Stress Test Report*. 13 de julio.

autoridades, como elemento esencial para avanzar en el fortalecimiento de la resiliencia del sistema financiero global.

Como conclusión, debe señalarse la importancia de avanzar en la cooperación a nivel global en la identificación, medición y control del riesgo sistémico inherente a la compensación centralizada para obtener conclusiones sobre el impacto que podría tener el incumplimiento de una entidad en el sistema financiero o en la economía real y para conocer mejor los canales de transmisión de riesgos a través de las ECC.

4 Guía del FSB 2020 para la determinación de los recursos disponibles en resolución

La orientación del FSB de 2020 ha sido elaborada por el grupo encargado de la gestión de crisis transfronterizas para infraestructuras de mercado (FSB Cross-border Crisis Management Group for Financial Market Infrastructures, fmiCBCM), en estrecha colaboración con el CPMI e IOSCO.

Este grupo, que depende del Resolution Steering Group (ReSG) del FSB, grupo permanente de alto nivel que reporta directamente al plenario del FSB, tiene la función principal de desarrollar estándares y orientación sobre resolución de instituciones financieras de importancia sistémica y de preparar, coordinar y ayudar en la gestión de crisis. El ReSG se basa en tres grupos de trabajo con mandatos sectoriales: el grupo de gestión de crisis transfronterizas para bancos (bankCBCM), el grupo de gestión de crisis transfronterizas para seguros (iCBCM) y el grupo de gestión de crisis transfronterizas para infraestructuras de mercado (fmiCBCM).

En la actualidad el grupo fmiCBCM está copresidido por un representante de la autoridad de resolución de EE. UU., Ricardo Delfin, de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) y por María José Gómez Yubero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

En la planificación de la resolución de una ECC es preciso garantizar la disponibilidad de recursos y herramientas adecuados y comprender el potencial efecto adverso que el uso de ciertos recursos y herramientas pudiera tener sobre la estabilidad financiera en un escenario de resolución.

Esta guía se centra en la identificación y evaluación de la suficiencia e idoneidad de los recursos financieros y el tratamiento de su capital para apoyar la resolución ordenada y minimizar los efectos adversos en la estabilidad financiera.

Se trata de una guía operativa que proporciona orientación sobre los asuntos que se deben tener en cuenta a la hora de abordar el análisis, pero no aporta respuestas regulatorias internacionales más allá de las que ya están definidas en los Atributos Clave y demás documentos cuya aplicación práctica trata de facilitar³⁹.

39 Los *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions* (Atributos Clave) establecen un marco para la resolución de las infraestructuras de mercado, incluidas las ECC. El anexo de los Atributos

La nueva guía consta de dos partes. La primera contiene directrices para evaluar la adecuación de los recursos financieros para absorber pérdidas y cubrir otros costes en la resolución. La segunda contempla posibles enfoques para el tratamiento del capital en la resolución.

4.1 Evaluación de la adecuación de los recursos financieros para apoyar la resolución de la ECC

La autoridad de resolución (AR) de una ECC de importancia sistémica, en cooperación con las autoridades de supervisión de la ECC, debe elaborar y actualizar periódicamente un plan de resolución que aborde los diferentes escenarios que pudieran llevar a una ECC a resolución, así como realizar evaluaciones periódicas de resolubilidad que permitan confirmar la viabilidad y credibilidad del plan. Tanto el plan de resolución como el análisis de resolubilidad deben ser discutidos en el seno del grupo de gestión de crisis.

Los escenarios de resolución se pueden originar por dos motivos, separada o conjuntamente:

- **Default Losses (DL)** o pérdidas por incumplimiento de miembro: Situación que se produce cuando la ECC ha declarado el incumplimiento por parte de uno o varios miembros compensadores.
- **Non-Default Losses (NDL)** o pérdidas por motivos distintos al incumplimiento de un miembro: la ECC sufre pérdidas por cualquier motivo que no sea un incumplimiento de un miembro, como, por ejemplo, por causa de inviabilidad o fraude comercial, motivos jurídicos, operativos o en materia de depósitos o inversiones, incluidas las inviabilidades provocadas por ciberataques.

Como parte de la planificación, la AR debe identificar qué recursos financieros y herramientas puede esperar razonablemente que estén disponibles en el momento de la entrada en resolución y evaluar si serían suficientes para lograr los objetivos de resolución en cada uno de los escenarios, así como los recursos que espera que sigan disponibles, de acuerdo con las reglas de la ECC, en el momento de la entrada en resolución para:

- Abordar las pérdidas no cubiertas.
- Reponer los recursos de acuerdo con los requisitos aplicables dentro de un plazo adecuado.
- Cubrir los costes asociados con el mantenimiento de las funciones críticas de la ECC hasta la salida de la resolución.
- Satisfacer las necesidades temporales de liquidez.

Clave concreta cómo se implementan estos para la resolución de las infraestructuras de mercado, incluidas las ECC. *Appendix II-Annex 1 to the Key Attributes* (Anexo FMI). La *Guidance on Central Counterparty Resolution and Resolution Planning* (Guía FSB 2017) proporciona orientación sobre la aplicación de los Atributos Clave.

Para ello, la guía propone un proceso de cinco pasos (cuadro 3) que se analizan a continuación.

Proceso de cinco pasos para evaluar la adecuación de recursos financieros y las herramientas disponibles

CUADRO 3

Paso 1	➔	Identificar hipotéticos escenarios de DL y NDL y una combinación de ellos que pueden conducir a la resolución.
Paso 2	➔	Realizar una evaluación cualitativa y cuantitativa de los recursos y herramientas disponibles en resolución.
Paso 3	➔	Evaluar los posibles costes de resolución.
Paso 4	➔	Comparar los recursos y herramientas existentes con los costes de resolución e identificar cualquier brecha.
Paso 5	➔	Evaluar la disponibilidad, los costes y los beneficios de los posibles medios para abordar las brechas identificadas.

Fuente: Guía del FSB 2020 y elaboración propia.

4.1.1 Paso 1: identificación de escenarios

En primer lugar, la AR debe considerar diversos escenarios de pérdidas por incumplimiento de miembros (DL) y por motivos distintos del incumplimiento de alguno de sus miembros (NDL), así como una combinación de ambos en su planificación de la resolución. Al hacerlo, la AR debe reconocer que es probable que las circunstancias que conduzcan a una resolución de la ECC ocurran en condiciones que van más allá de las extremas pero plausibles del mercado, para las que una ECC debe tener suficientes recursos financieros prefinanciados.

Escenarios de pérdidas por motivos distintos de un incumplimiento de un miembro (NDL)

Aun cuando las ECC deben contar con procedimientos integrales de asignación de pérdidas congruentes con los PFMI, en situaciones extremas los recursos y herramientas de la ECC pueden resultar insuficientes para cubrir las NDL y la liquidación de una ECC podría plantear riesgos para la estabilidad financiera debido a la falta de mantenimiento de sus funciones críticas. Por este motivo, la AR debe considerar en sus planes de resolución, al menos, los siguientes riesgos en la definición de los escenarios para NDL:

- **Riesgo de inversión.** Es el riesgo de que las inversiones de los márgenes iniciales o del fondo de incumplimiento sufran pérdidas por diversos motivos, como el incumplimiento de una contrapartida o por las pérdidas propias de la inversión.
- **Incumplimiento de un custodio, depositario, banco de pago o liquidación, sistema de liquidación de valores u otra entidad que preste servicios similares.** Como resultado del incumplimiento de alguna de estas entidades la ECC puede llegar a perder el acceso a sus activos o, en caso de necesitarlo, podría tener dificultades para convertir las garantías depositadas mediante instrumentos financieros en efectivo. Esto podría causar problemas de liquidez o solvencia a una

ECC dependiendo de la naturaleza del fallo y del tiempo que se tarde en recuperar el acceso a los activos.

- **Riesgo operativo.** Las pérdidas o problemas de liquidez podrían derivarse de una serie de fallos operativos, como errores humanos, fallos en la tecnología de la información, fraude, incidentes cibernéticos o incumplimiento de proveedores de servicios.
- **Riesgo legal.** La materialización de los riesgos legales, incluidas las sanciones legales, reglamentarias o contractuales, podría dar lugar a pérdidas o a incertidumbre significativas para la ECC.

La AR debe diseñar unos escenarios en los que el plan de recuperación de la ECC no sea suficiente para cubrir completamente las posibles pérdidas y se tenga que llevar a la ECC a resolución.

Escenarios de pérdidas por incumplimiento de un miembro (DL)

En este caso, como es sabido, el riesgo que se contempla es el del incumplimiento de varios miembros compensadores. Para la identificación de los escenarios para el tratamiento de las DL, la AR debe tomar en consideración los acuerdos de asignación de pérdidas desarrollados según los PFMI. La AR deberá diseñar unos escenarios en los que los acuerdos fallasen y una liquidación ordenada no fuese apropiada, lo que conduciría a la resolución de la ECC.

La Guía del FSB 2020 propone que se analicen, al menos, los siguientes escenarios en la planificación de la resolución.

Escenarios de pérdidas por motivos distintos de un incumplimiento de un miembro (NDL) y por incumplimiento de un miembro (DL) a considerar en el plan de resolución

CUADRO 4

<i>Default Losses (DL)</i>	<i>Non-Default Losses (NDL)</i>
<ul style="list-style-type: none">• La ECC no tiene suficientes recursos y herramientas para su recuperación, tal y como establecen los PFMI.• Los acuerdos de asignación de pérdidas de la ECC establecidos en el plan de recuperación no funcionan según lo previsto.• Múltiples miembros compensadores no cumplen con sus obligaciones conforme al plan de recuperación de la ECC.• Las autoridades pertinentes determinan que la resolución debe iniciarse antes de que se apliquen algunos de los acuerdos o herramientas del plan de recuperación de la ECC.	<ul style="list-style-type: none">• La ECC no tiene suficientes recursos financieros o herramientas para cubrir NDL.• Los acuerdos específicos de la ECC para cubrir NDL en el plan de recuperación no se pueden usar o no funcionan según lo previsto.• Los miembros compensadores de la ECC no cumplen con sus obligaciones en caso de recuperación de la cámara.• Los accionistas de la ECC no apoyan las actuaciones acordadas en caso de recuperación de la ECC.• Las autoridades pertinentes determinan que la resolución debe iniciarse antes de que se apliquen algunos de los acuerdos o herramientas de recuperación o antes de que la ECC se lleve a liquidación.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Guía del FSB 2020.

Identificación de escenarios

La identificación de estos escenarios fue un aspecto controvertido en la consulta de la Guía del FSB 2020. Por un lado, las ECC consideraron los escenarios propuestos extremos e inverosímiles, no compatibles con las normas internacionales vigentes y contrarios al sistema de incentivos que sustenta la compensación centralizada. Sin embargo, los miembros compensadores apoyaron la idea de que es probable que las circunstancias que conduzcan a la resolución de una cámara estén más allá de las condiciones extremas pero plausibles, para las que una ECC debería tener suficientes recursos prefinanciados. La Guía del FSB 2020 finalmente recomienda a las AR que consideren escenarios de resolución que vayan más allá de los utilizados en la planificación de la recuperación.

1 FSB (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution. Overview of responses to the consultation and Summary of virtual outreach events on 25 and 30 June 2020*. 16 de noviembre.

4.1.2 Paso 2: evaluación cualitativa y cuantitativa de recursos y herramientas disponibles

La AR debe realizar una evaluación cualitativa y cuantitativa de los recursos financieros y de las herramientas existentes en los diversos escenarios identificados en el paso previo, a fin de determinar si la ECC cuenta con recursos suficientes para apoyar su resolución. Para ello, la AR debe tener en cuenta:

- i) Los posibles efectos adversos sobre la **estabilidad financiera** que pueden hacer que el recurso o la herramienta no se pueda utilizar en resolución.
- ii) La viabilidad y la credibilidad de alcanzar el objetivo de resolución de mantener la **continuidad de las funciones críticas**.
- iii) La necesidad de **evitar exponer a los contribuyentes a pérdidas**.
- iv) El impacto potencial en los **incentivos de las partes interesadas** para apoyar la recuperación o la resolución.

También es preciso identificar las limitaciones jurídicas y operacionales a las competencias de la AR a nivel nacional o transfronterizo, así como las implicaciones de la salvaguardia de «*No Creditor Worse Off than in Liquidation*» (NCWOL⁴⁰) y la posibilidad de reclamaciones. En cada escenario, la AR debe tener en cuenta cada uno de los diferentes productos compensados, el tiempo que pudiera llevar la concreción de un escenario y los riesgos de implementación del plan, incluido el riesgo de que

40 Principio de «ningún acreedor en peor situación que en liquidación» (NCWOL), según el cual ningún acreedor debería estar en peor situación en la resolución de lo que hubiera estado en caso de que la ECC entrara en liquidación.

determinados recursos no estén disponibles o de que una herramienta no se pueda utilizar según lo previsto o de manera oportuna.

En la Guía del FSB 2020 se indica que la AR también puede considerar la elaboración de manuales de resolución y la realización de ejercicios de simulación de crisis en coordinación con otras autoridades para facilitar la mejor comprensión del plan de resolución.

Para el análisis específico de cada recurso o herramienta (el cuadro 5 recopila las posibles herramientas recogidas en la Guía del FSB 2020 aplicables en los escenarios de DL/NDL), la AR debe tener en cuenta aspectos concretos que se describen a continuación.

Herramientas y recursos de resolución en DL y NDL

CUADRO 5

Default Losses (DL)	Non-Default Losses (NDL)
<ul style="list-style-type: none"> • <i>Cash calls</i> o requerimientos de efectivo a los miembros compensadores. • <i>Variation Margin Gain Haircutting</i> (VMGH) o recortes de ganancias por variación de márgenes. • <i>Full tear up, partial tear up</i> o terminación total o parcial de contratos. • Reposición de recursos mínimos. • Recursos propios de la ECC y otros recursos disponibles de la matriz o las filiales. • Facultades de la AR. 	<ul style="list-style-type: none"> • Coberturas de seguros y otros recursos de terceros que respaldan la continuidad operativa. • Recursos propios de la ECC y otros recursos disponibles de la matriz o las filiales. • Asignación de pérdidas a los miembros compensadores. • Asignación de pérdidas a los acreedores en resolución. • Facultades de la AR.

Fuente: Elaboración propia a partir de la Guía del FSB.

Herramientas en los escenarios de pérdida por incumplimiento (DL)

- i) La AR debe conocer en profundidad el funcionamiento de las herramientas de asignación de pérdidas a los miembros compensadores, los requerimientos de efectivo (*cash calls*) a los miembros, los recortes de las ganancias por margen de variación (*Variation Margin Gains Haircutting*, VMGH) y la cancelación de contratos (*tear up*). Las AR han de comprender cómo funcionan, cuándo y con qué limitaciones se pueden usar, cómo pueden afectar a los participantes, el proceso de gobernanza para su aplicación y las posibles implicaciones que estas pudieran causar en la estabilidad financiera.
- ii) La AR ha de analizar las previsiones según las cuales el fondo de incumplimiento (*default fund*) y el capital mínimo prefinanciado de la cámara (es decir, los recursos mínimos que garantizan el funcionamiento y viabilidad de la cámara y el mantenimiento de su autorización) han de ser restituidos y evaluar la viabilidad, fiabilidad y oportunidad de dichos acuerdos, así como las posibles implicaciones para la estabilidad financiera.
- iii) En el terreno de los recursos propios de la cámara, la AR debe identificar el capital disponible para cubrir las pérdidas como parte de la cascada y cuándo

se puede utilizar. También es necesario saber si existe la disponibilidad de cualquier recurso financiero adicional de la ECC o de su matriz u otras entidades de su grupo.

- iv) Por último, se establece que las AR deben conocer las facultades legales para asignar pérdidas, recapitalizar la ECC o solicitar la restitución de los órganos de gestión o control. Entre otros asuntos, las AR deberían entender las condiciones que rigen el uso de tales facultades, las posibles implicaciones de estabilidad financiera, la interacción de las facultades legales con las normas de la ECC y las implicaciones en el NCWOL.

Herramientas en los escenarios de pérdida por motivos distintos al incumplimiento (NDL)

- i) En el estudio de las herramientas aplicables en escenarios de pérdida por motivos distintos al incumplimiento de miembros compensadores, las AR deben analizar la disponibilidad y el alcance de la cobertura de cualquier póliza de seguro para cubrir diversos tipos de riesgos, así como cualquier otro recurso de terceros, entre otros líneas de crédito y liquidez o acuerdos similares que pudieran apoyar la continuidad operativa de la ECC en caso de un evento de pérdida por motivos distintos al incumplimiento.
- ii) El siguiente aspecto que se debe analizar es la disponibilidad del capital de la ECC para cubrir pérdidas por NDL y de cualquier recurso financiero adicional de la ECC o de su matriz o de cualquier otra entidad del grupo, la cantidad de dichos recursos adicionales y cómo y cuándo se pueden utilizar para absorber pérdidas o reponer el capital de la ECC. Como se puede observar, esta herramienta aparece antes que las herramientas de asignación de pérdidas a los miembros compensadores o a los acreedores.
- iii) A continuación, las AR deben comprender el alcance y los términos de cualquier acuerdo contractual para asignar pérdidas por motivos distintos al incumplimiento a los miembros compensadores. Se debe considerar el efecto de cualquier límite o restricción legal u operativa para asignar pérdidas y evaluar el riesgo de que los miembros no aporten los fondos, así como el impacto en los miembros compensadores y sus clientes y en la estabilidad financiera.
- iv) La AR debe considerar el alcance de sus facultades legales para asignar pérdidas a los acreedores de la cámara y para convertir sus créditos en acciones y conocer la jerarquía de acreedores en liquidación, la aplicación de la salvaguardia NCWOL y el riesgo de que las pérdidas no se asignen por igual a los acreedores que se clasifican *pari passu* con otros.
- v) En estos escenarios también es preciso analizar las facultades legales de la AR en los mismos términos que en el escenario de pérdidas por incumplimiento.

Uno de los aspectos más cuestionados en el proceso de consulta pública fue el posible uso de recortes de las ganancias por margen de variación (VMGH), fundamentalmente por parte de los clientes de los miembros compensadores, ya que consideran que puede generar importantes problemas de liquidez al incentivar la cancelación anticipada de sus posiciones. Otras voces, sin embargo, subrayan la necesidad de contar con todos los recursos financieros disponibles.

También resultó extendida la opinión de que se precisa una política más clara sobre el uso, la composición y la cantidad de recursos y herramientas. El FSB destaca que la guía no pretende ofrecer una opinión sobre los recursos y herramientas que han de estar disponibles para la resolución de la ECC en cada jurisdicción ni sobre cómo debe regularse su uso o qué recursos y herramientas serían los más adecuados en el caso de la resolución de una ECC determinada. El objetivo de la guía es proporcionar a las AR orientación sobre los asuntos que se deben tener en cuenta al evaluar cada recurso o herramienta disponible y poder así determinar si la estrategia de resolución es razonable y coherente con los Atributos Clave.

1 FSB (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution. Overview of responses to the consultation and Summary of virtual outreach events on 25 and 30 June 2020*. 16 de noviembre.

4.1.3 Paso 3: evaluar los posibles costes de resolución

En esta etapa, la AR deberá llevar a cabo una evaluación cualitativa y cuantitativa de los diferentes costes que podrían surgir en la resolución de una ECC en los diversos escenarios identificados en el paso 1. Estos costes incluyen tanto las pérdidas como los costes que cubrirse con los recursos disponibles y que estarán condicionados tanto por la estructura organizativa de la ECC como por los tipos de productos compensados.

Estos costes incluyen el importe potencial de las pérdidas de la ECC, los costes de reposición de sus recursos financieros, los costes operativos de la ECC derivados del mantenimiento de sus funciones críticas, los costes administrativos de la AR en relación con la resolución de la ECC y cualquier otro coste extraordinario, como los costes de gestión, legales o contables, así como los costes adicionales que pueden aparecer después de la resolución, incluida la posible compensación por NCWOL.

En su examen, es preciso evaluar el importe de los costes de resolución asociados con la posible estrategia o estrategias de resolución, el periodo de tiempo en el que los costes se pueden generar y en el que han de ser cubiertos, tanto a corto como a largo plazo, quién asumirá los diferentes tipos de costes y cómo los costes no cubiertos por el uso de herramientas de resolución pueden ser recuperables y de qué fuente.

En la consulta pública se planteó la consideración de los costes en un proceso de insolvencia y cómo debían estimarse y calcularse, aunque finalmente quedaron fuera de la guía debido a la falta de armonización internacional de la normativa de insolvencia.

¹ FSB (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution. Overview of responses to the consultation and Summary of virtual outreach events on 25 and 30 June 2020*. 16 de noviembre.

4.1.4 Paso 4: identificar cualquier brecha entre recursos y costes

A partir de los escenarios identificados en el paso 1, la AR debe comparar los costes de resolución evaluados en el paso 3 con los recursos y herramientas analizados en el paso 2, e identificar cualquier posible déficit que pueda hacer que los recursos sean inadecuados para alcanzar el objetivo de resolución.

Este análisis debe tener en cuenta la disponibilidad y suficiencia de recursos para cubrir los distintos costes, los tipos y la cantidad de costes no cubiertos y las razones subyacentes en la falta de recursos. Además, es importante tomar en consideración el horizonte temporal para ejecutar la estrategia de resolución y la forma de pagar los costes de la resolución.

En todo caso, la AR debe tener presente que la falta de una brecha identificada no excluye la posibilidad de que exista dicha brecha.

Consulta pública de la Guía del FSB 2020¹. Identificación de posible déficit

La consulta pública destacó la dificultad de llevar a cabo este paso, al tener que comparar recursos cuantificables con potenciales costes futuros. Aun cuando, en efecto, el análisis es difícil de implementar, sigue siendo beneficioso para una AR llevar a cabo ese análisis estructurado.

¹ FSB (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution. Overview of responses to the consultation and Summary of virtual outreach events on 25 and 30 June 2020*. 16 de noviembre.

4.1.5 Paso 5: posibles medidas para abordar las brechas identificadas

En caso de existir cualquier déficit entre los recursos y costes de resolución —identificado en el paso 4— la AR debería considerar los siguientes puntos:

- Si pueden ser necesarias herramientas o recursos adicionales para apoyar la resolución.
- De qué manera las autoridades pueden contribuir para cubrir el déficit.

- Las implicaciones de estabilidad financiera de cada una de las opciones.
- Valorar si la estrategia de resolución pudiera modificarse para optimizar el uso de los recursos financieros disponibles, ya sea como una opción independiente para abordar cualquier déficit identificado o requiriendo recursos financieros adicionales.

En este análisis, la AR habrá de considerar las posibles implicaciones de exigir recursos o herramientas adicionales, en función de la naturaleza de los recursos, de las facultades de la AR para requerir *cash calls* adicionales no previstos en las normas de la ECC y de si se dispone de la herramienta de amortización y conversión de obligaciones para proporcionar capacidad adicional de absorción de pérdidas y de recapitalización.

Además, se deberá considerar el impacto que los requisitos adicionales de recursos pudieran causar sobre el modelo de negocio actual de la ECC y la estructura de incentivos, y si se puede cambiar la estrategia de resolución y su coste de implementación.

Finalmente, teniendo en cuenta que cualquier brecha no cubierta podría impedir que la AR lograra los objetivos de resolución y, por tanto, propagar la inestabilidad financiera o exponer a los contribuyentes a pérdidas, la autoridad de resolución, en cooperación con otras autoridades pertinentes, debe considerar las medidas que podrían tomarse para abordar tales lagunas, incluyendo cambios en las reglas de funcionamiento de la ECC o en el régimen legal aplicable.

4.2 Tratamiento del capital de la ECC en resolución

Este ha sido uno de los temas más complejos de los tratados en la elaboración de la Guía. La complejidad proviene de la aparente desalineación entre los principios generales de gestión de riesgos y de asignación de pérdidas contenidos en los PFMI y los contenidos en los Atributos Clave de resolución para la absorción de pérdidas y la determinación de la salvaguardia NCWOL.

Los primeros reconocen el principio de mutualización de pérdidas, de acuerdo con el cual los miembros compensadores, incluso sus clientes, son quienes asumen las pérdidas de una cámara cuando se produce un fallo por incumplimiento de alguno de los miembros. En este caso, solo una pequeña parte de los recursos propios de la cámara (SITG) llegaría a absorber pérdidas, quedando por tanto protegido el resto de los recursos propios y capital de la cámara, lo que garantiza la continuidad de su actividad y el mantenimiento de su autorización.

Solo en escenarios de pérdidas no relacionadas con incumplimiento de los miembros (NDL), los recursos propios de la cámara, incluido su capital, estarían en riesgo. Sin embargo, las reglas de algunas ECC también contemplan la asignación a los miembros compensadores de pérdidas no causadas por incumplimiento (en particular, las que surgen de los riesgos de inversión o custodia).

Esta situación habitual contrasta con el objetivo general de resolución, de acuerdo con el cual los accionistas y acreedores deben absorber las pérdidas de una manera

que respete la jerarquía de acreedores en liquidación. Como consecuencia, los Atributos Clave de resolución reconocen que el capital de la ECC debe absorber pérdidas en primer lugar y en su totalidad, y que las autoridades de resolución deben tener poderes para amortizar (total o parcialmente) el capital de la ECC⁴¹.

Sin embargo, la salvaguardia NCWOL, que otorga a los acreedores un derecho de compensación cuando no reciben como mínimo lo que les hubiera correspondido en la liquidación de la ECC bajo el régimen de insolvencia aplicable, alcanza también a los accionistas de la ECC según los Atributos Clave de resolución⁴². Con el fin de determinar el NCWOL para los participantes, la evaluación de las pérdidas también debe asumir la plena aplicación de las reglas y procedimientos de la ECC para la asignación de pérdidas.

Por lo tanto, dependiendo de la jerarquía de acreedores establecida por la ley de insolvencia local y de cómo esa ley interactúa con las reglas de la ECC y del marco legal provisto para la autoridad de resolución, los accionistas pueden tener un derecho de compensación de NCWOL por cualquier pérdida impuesta sobre el capital en la resolución.

Esto también sería incompatible con el principio de los Atributos Clave, según el cual el capital debería absorber totalmente las pérdidas en la resolución y podría introducir riesgo moral.

Como consecuencia de ello, surgen dificultades para establecer un principio general de tratamiento del capital de las ECC que sea simultáneamente coherente con los PFMI y los Atributos Clave de resolución, lo que se complica con la falta de armonización internacional de los regímenes de insolvencia y las diversas opciones contempladas en las reglas de las diferentes cámaras según la regulación que les resulte de aplicación.

La Guía ofrece a las autoridades de resolución opciones de política regulatoria y pautas, que se describen a continuación, para analizar y tratar el capital de la ECC a la hora de elaborar los planes de resolución de manera compatible con los principios descritos y los regímenes legales vigentes en cada jurisdicción.

4.2.1 Análisis del tratamiento del capital de la ECC en los planes de resolución y posibles mecanismos de ajuste

La AR deberá evaluar el impacto que pudiera tener cualquier limitación del capital de la ECC a la absorción de pérdidas sobre su capacidad para tomar las medidas adecuadas para lograr su tratamiento según los Atributos Clave de resolución. Con base en dicho análisis, la AR puede decidir ajustar la exposición del capital de la ECC a pérdidas o considerar opciones adicionales para abordar las limitaciones identificadas.

41 «Consistent with the Key Attributes, this includes the principles that in resolution CCP equity should absorb losses first, that CCP equity should be fully loss-absorbing, and that resolution authorities should have powers to write-down (fully or partially) CCP equity». Atributo Clave 1.2 del FSB. FSB (2017). (*Op. cit.*). Apartados 4.1 y 4.2.

42 FSB (2017). (*Op. cit.*). Apartado 5.

Los posibles mecanismos para ajustar la exposición del capital de la ECC a las pérdidas en la resolución de manera coherente con los Atributos Clave podrían ser los siguientes:

- Modificación de los acuerdos contractuales de asignación de pérdidas para exponer todo el capital de la ECC (o una porción mayor) a pérdidas en resolución, en uno o más tramos. La AR debe tener en cuenta la necesidad de recapitalizar la ECC para que pueda continuar prestando sus servicios críticos de compensación.
- Amortización total o parcial del capital de la ECC para asignar las pérdidas restantes una vez aplicado el fondo de incumplimiento y demás medidas de recuperación. Como en el caso anterior, se deberá tener en cuenta la necesidad de recapitalizar la ECC.
- Transferencia de las posiciones abiertas remanentes y las garantías relacionadas a una ECC puente y colocación de la ECC remanente en liquidación.
- Dilución de la propiedad existente mediante la obtención de nuevo capital a través de la conversión en capital de cualquier instrumento de deuda u otros pasivos admisibles, mediante la emisión de nuevas acciones o compensando a los miembros con nuevas acciones a cambio de que asuman más pérdidas de las exigidas por las normas y acuerdos de la ECC.

4.2.2 Políticas que se pueden aplicar al tratamiento del capital de la ECC en resolución

Fruto del análisis anterior, la Guía propone algunas opciones (políticas) que podrían considerarse para abordar los desafíos relacionados con que el capital de la ECC soporte totalmente pérdidas en resolución.

- Otorgar a las autoridades facultades suficientes para exigir que las ECC modifiquen sus estructuras de capital, normas u otros documentos de gobernanza de manera que subordinen a los accionistas a otros acreedores, o que establezcan el momento en que el capital absorba las pérdidas.
- Proponer posibles cambios en las leyes, reglamentos o facultades de las autoridades de supervisión, vigilancia o resolución pertinentes, que permitan alcanzar los objetivos de resolución o limitar el potencial de reclamaciones de NCWOL.
- Como última opción, si el marco legal no incorpora tales cambios, es posible que las autoridades nacionales reconozcan las limitaciones a que el capital de la ECC absorba plenamente las pérdidas e incluyan una declaración en el proceso de evaluación de la resolubilidad que justifique la aceptación de tales limitaciones.

En todo caso, al considerar los beneficios e inconvenientes de cualquier cambio en el tratamiento del capital social de la ECC, las autoridades deben evaluar y justificar si dicho cambio es apropiado, teniendo en cuenta su repercusión en la estructura de incentivos para un sólida gestión de riesgos y para participar en la recuperación y respaldar la resolución, su repercusión en los clientes a la luz de la existencia de cámaras

alternativas, cómo afectaría un cambio de propiedad a la continuidad de los servicios críticos, el impacto en los modelos de negocio y estructuras en los que se integre la ECC y el efecto sobre otras entidades del grupo que podrían ser también infraestructuras de mercado (como plataformas de negociación o depositarios centrales).

Consulta pública de la Guía del FSB 2020¹. Tratamiento del capital

RECUADRO 6

Los distintos procesos de consulta pública han puesto de manifiesto opiniones divergentes sobre la medida en que el capital de la ECC debería (o no) estar expuesto a pérdidas en la resolución, más allá del capital de la ECC prefinanciado dedicado a cubrir las pérdidas como parte de la cascada (*Skin In The Game* o SITG). Así, mientras que los miembros compensadores abogan por que el capital de la ECC absorba plenamente las pérdidas, estas entidades argumentan que el uso del capital de una ECC en la resolución, incluso cuando se utiliza como compensación a los participantes que contribuyeron a la recuperación o resolución, reduce los incentivos para que los participantes en el mercado gestionen de forma adecuada sus riesgos y participen activamente en el proceso de gestión y, en su caso, de recuperación, promoviendo así la resolución de la ECC sobre la recuperación.

Sobre la posible compensación a los miembros no incumplidores y usuarios finales por absorber pérdidas, ya sea durante la recuperación o en resolución, tanto con capital como con derechos sobre beneficios futuros, las ECC entienden que también desincentiva que los miembros participen en la gestión de las pérdidas por incumplimiento y que pujen en las subastas por la cartera del miembro incumplidor.

1 FSB (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution. Overview of responses to the consultation and Summary of virtual outreach events on 25 and 30 June 2020*. 16 de noviembre.

5 Condicionantes en la mejora de la resolubilidad de las ECC. Incentivos e intereses divergentes

Los avances en la definición de un marco de resolución de ECC son objeto de debates controvertidos en torno a cuestiones como el uso de los recortes de ganancias por variación de márgenes (VMGH), los recursos y la responsabilidad por las pérdidas no causadas por el incumplimiento de los miembros de la cámara, las fuentes de liquidez a disposición de las ECC en situaciones de estrés y los límites entre la recuperación y la resolución y los recursos financieros para apoyar la resolución de la ECC.

Los diversos procesos de consulta desarrollados han puesto de manifiesto la existencia de intereses divergentes y posiciones encontradas en torno a la asignación de pérdidas en la recuperación y resolución de las ECC y a las medidas regulatorias que pueden abordarla.

La respuesta regulatoria a estas cuestiones debe tener en cuenta que la regulación de las ECC se sustenta sobre una estructura de incentivos delicada y esencial, que trata

de garantizar que tanto la propia ECC como los miembros compensadores y los clientes apoyen la gestión de riesgos de la cámara e intervengan activamente en ella⁴³.

Ninguna herramienta está libre de ventajas y desventajas para unos o para otros y su aplicación puede tener efectos procíclicos, por lo que han de sopesarse debidamente las posibles consecuencias macroprudenciales perjudiciales, como un posible riesgo de contagio, una desalineación de incentivos o la incertidumbre sobre las obligaciones de los participantes⁴⁴. El cuadro 6 recoge un análisis de la eficacia de las diferentes herramientas, así como sus limitaciones y posibles efectos en términos de riesgo sistémico.

Así, por ejemplo, una hipotética inclusión de dinero público como herramienta de resolución de último recurso podría provocar una suerte de riesgo moral en el sentido de que los miembros podrían verse desincentivados a aportar recursos en las líneas de defensa de la cámara o a participar menos activamente en una subasta con la expectativa de que en última instancia sean los contribuyentes quienes intervengan para rescatar la cámara. Similar riesgo moral plantean, desde el punto de vista de las cámaras, los mecanismos de compensación a los miembros no incumplidores en caso de que tengan que realizar aportaciones adicionales en resolución. Sin embargo, los miembros consideran que este mecanismo aporta una solución equitativa y favorece que los participantes compensadores respalden el proceso de gestión, recuperación y resolución.

Las solicitudes de efectivo en resolución (*resolution cash calls*) también tensionan el juego de incentivos entre las partes interesadas, especialmente si se utilizan para la recapitalización de la ECC y los miembros compensadores no reciben nada a cambio de sus aportaciones.

La posibilidad de aumentar el colchón de su propio capital (*skin in the game*) con el objetivo de fomentar la gestión prudente del riesgo por parte de la ECC es también una medida cuestionada por las cámaras, ya que reduce sus márgenes de negocio. Las ECC dependen de las comisiones en relación con los volúmenes compensados como única fuente de ingresos y, teniendo en cuenta el actual entorno de tipos de interés bajos, no se puede descartar que algunas ECC puedan buscar mayores rendimientos a través de prácticas de inversión más arriesgadas.

Una de las herramientas más cuestionadas por los miembros y sus clientes es el uso de la reducción de las VMGH por su potencial naturaleza procíclica y desestabilizadora. Por ello, a pesar de su posible eficacia para absorber pérdidas, su aplicación ha de ser limitada (solo para los productos adecuados bajo la supervisión de la autoridad competente en caso de que se aplique en recuperación y con ciertos límites en su utilización).

43 «Effective CCP resolution planning should have regard to maintaining incentives for CCPs, clearing members, and market participants to centrally clear and to engage constructively in efforts to achieve a successful default management or recovery and so reduce the likelihood of resolution». FSB (2014). (*Op. cit.*). Preámbulo; Anexos FMI 1.1 y 3.1.

44 ESRB (2017). *Opinion on a central counterparty recovery and resolution framework*. Julio. Este documento analiza este tipo de efectos derivados de la aplicación de posibles herramientas de resolución.

	Eficacia de la herramienta	Limitaciones	Posible riesgo sistémico
Herramientas de asignación de pérdidas			
Requerimientos de efectivo a miembros no incumplidores	<ul style="list-style-type: none"> Facilita recursos adicionales no prefinanciados para absorber pérdidas. Normalmente recogida en el reglamento de la ECC y sujeta a límites, lo que proporciona certeza a los miembros. 	<ul style="list-style-type: none"> Normalmente su importe está limitado. Riesgo moral para la ECC que desincentiva su gestión del riesgo. Tensión en los incentivos de los miembros si se usan para recapitalizar la ECC sin compensación a los miembros. 	<ul style="list-style-type: none"> Problemas de solvencia y liquidez en los miembros. Efectos procíclicos en condiciones de mercado estresadas. Tensiones de liquidez en mercado. Riesgo de contagio.
Recortes de ganancias por variación de márgenes	<ul style="list-style-type: none"> Facilita el acceso inmediato a recursos para absorber pérdidas. Normalmente recogida en el reglamento de la ECC, aunque no de manera generalizada, con limitaciones temporales, cuantitativas o de otro tipo. 	<ul style="list-style-type: none"> No permite a la ECC cumplir su objetivo de garantizar el cumplimiento de las obligaciones. Tensión en los incentivos de los miembros y clientes. Dificultad para aplicar a clientes. Puede desencadenar el abandono de la ECC por parte de miembros y clientes. 	<ul style="list-style-type: none"> Problemas de liquidez en miembros y clientes. Posible detonante de espiral de liquidez. Efectos procíclicos. Riesgo de contagio.
Herramientas de asignación de posiciones			
Terminación total o parcial de contratos	<ul style="list-style-type: none"> Permite volver a una cartera casada. Evita una asignación forzosa de posiciones. 	<ul style="list-style-type: none"> No permite a la ECC cumplir su objetivo de garantizar el cumplimiento de las obligaciones. Expone a miembros y clientes a riesgos no cubiertos y costes de reposición de posiciones. 	<ul style="list-style-type: none"> Problemas de solvencia y liquidez. Tensiones de liquidez en mercado. Riesgo de contagio. Efectos procíclicos.
Herramientas de absorción de pérdidas por la ECC			
Amortización y conversión de instrumentos de capital y de deuda	<ul style="list-style-type: none"> Contribuye a la absorción de pérdidas y a recapitalizar la ECC. 	<ul style="list-style-type: none"> Eficacia limitada, ya que el capital de la ECC es relativamente pequeño y carece de un volumen significativo de deuda. Encarece los costes de compensación. 	<ul style="list-style-type: none"> Si no se amortiza todo el capital, puede haber conflictos de interés entre accionistas nuevos y antiguos que pongan en riesgo los objetivos de resolución.
Herramientas de estabilización gubernamental			
Apoyo público	<ul style="list-style-type: none"> Facilita la absorción de pérdidas y la recapitalización. Permite la estabilización de la ECC. Facilita la instrumentación de herramientas de transferencia. 	<ul style="list-style-type: none"> Medida de último recurso condicionada a su transitoriedad y recuperabilidad. Tensiona el sistema de incentivos de los miembros a participar en las líneas de defensa de la ECC y a la propia ECC a gestionar su riesgo. 	<ul style="list-style-type: none"> Pone en riesgo los objetivos de resolución. Riesgo moral. Genera pérdidas a los contribuyentes.

Fuente: Elaboración propia.

Aunque no se considera una herramienta de resolución como tal, la suspensión temporal de la obligación de compensación centralizada⁴⁵ puede ser necesaria en situaciones extremas en el marco de una resolución con el fin de evitar una amenaza

45 El documento Singh, M. y Turing, D. (2018). *Central Counterparties Resolution – An Unresolved Problem*. IMF, Working Paper, WP 18/65 analiza, entre otros, la eficacia de una eventual relajación de la obligación de compensación centralizada.

grave a la estabilidad financiera. Si bien, como señala el ESRB⁴⁶, su aplicación debe sopesarse desde la perspectiva macroprudencial y, en todo caso, habría que evaluar la existencia y disponibilidad de ECC alternativas con capacidad para ofrecer el servicio de la ECC en resolución y la capacidad de los miembros para cumplir con los requisitos de la ECC alternativa.

Por último, cabe mencionar también que en el sistema de mutualización de las pérdidas en que se basa la compensación centralizada, en el que son los participantes de las ECC quienes soportan la mayor parte de las pérdidas relacionadas con incumplimientos, es preciso considerar que la aplicación de herramientas de resolución puede traducirse en un riesgo de contagio si la ECC no tiene en cuenta el impacto potencial de las herramientas sobre los miembros. Por ello, es fundamental que estas medidas sean lo más transparentes y predecibles posible, para que los participantes puedan estimar y gestionar su exposición a la cámara. Una gestión adecuada del riesgo por parte de los miembros no solo minimiza la probabilidad de impago, sino que, además, reduce la incertidumbre sobre la posibilidad de aportar fondos adicionales.

Por tanto, es fundamental establecer los incentivos adecuados y la respuesta regulatoria debe tener en cuenta esta delicada relación de incentivos e interrelaciones y el impacto de cualquier medida en la estabilidad financiera.

6 Próximos pasos

Para avanzar en este sentido, durante la elaboración de la Guía 2020 el FSB ha organizado varios foros de discusión y consulta con las principales partes interesadas que han permitido enriquecer el documento y ponderar adecuadamente las diferentes sensibilidades sobre las delicadas cuestiones que trata. Como resultado de estas consultas, se ha constatado la necesidad de una política más clara sobre los recursos financieros con los que cuenta una ECC.

Algunos participantes en estos eventos reiteraron la necesidad de aclarar el papel de los bancos centrales en la provisión de liquidez a las cámaras y de limitar la compensación centralizada a ciertos tipos de productos. Entre los temas más relacionados con la resistencia, la recuperación y la resolución, los participantes realizaron las siguientes sugerencias⁴⁷:

- Desarrollar requisitos sobre la cifra de capital que debe mantener una ECC y sobre cómo debe cubrir pérdidas en recuperación y resolución.
- Determinar cómo deben distribirse las pérdidas por incumplimiento de un miembro y por motivos diferentes al incumplimiento entre la ECC y los miembros compensadores.

46 ESRB (2017). *Opinion on a central counterparty recovery and resolution framework*. Julio.

47 Tal y como recoge el documento FSB (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution. Overview of responses to the consultation and Summary of virtual outreach events on 25 and 30 June 2020*. 16 de noviembre.

- Distinguir entre los recursos de una ECC aplicables a cubrir aspectos operativos y otros destinados a eventos financieros.
- Introducir límites en el uso de recursos que absorben pérdidas (requerimientos de efectivo, recortes de ganancias por variación de márgenes —VMGH— y finalización de contratos —PTU— en recuperación y resolución) para disminuir su efecto procíclico y desestabilizador del mercado.
- Desarrollar requisitos de gobernanza para el uso de ciertas herramientas (particularmente VMGH y PTU) en recuperación y resolución.
- Reforzar la cooperación entre las autoridades de resolución y supervisión de las ECC, en particular entre los grupos de gestión de crisis (CMG).
- Analizar la necesidad de contar con nuevos tipos de recursos prefinanciados para la resolución de la ECC (como deuda con capacidad de absorber pérdidas y de recapitalizar la ECC o deuda *bailinable*).
- Contemplar nuevos tipos de facultades para la autoridad de resolución, como la capacidad de suspender la compensación centralizada.

En vista de ello, y teniendo en cuenta la amplitud de los comentarios y la estrecha relación que existe entre la resistencia, la recuperación y la resolución de las ECC, el FSB junto con CPMI e IOSCO van a elaborar un plan de trabajo conjunto con el fin de considerar, a lo largo de 2021, el desarrollo de una política internacional sobre el uso, la composición y la cantidad de recursos financieros en la recuperación y resolución para fortalecer aún más la resiliencia y resolubilidad de las ECC en pérdidas en escenarios tanto de incumplimiento de los miembros como de no incumplimiento. Esto incluiría evaluar la necesidad de algún nuevo tipo de recursos prefinanciados para mejorar la resolubilidad de las ECC.

Para facilitar el avance en esta línea es relevante mencionar los talleres que están organizando conjuntamente el FSB, el BCBS, CPMI e IOSCO para ayudar a las autoridades a evaluar el impacto potencial en la estabilidad financiera del uso de herramientas de recuperación y resolución de ECC. Los talleres, que se celebrarán en varias sesiones entre diciembre de 2020 y junio de 2021, servirán tanto para reducir las lagunas de conocimiento como para identificar posibles soluciones que reflejen las preocupaciones de las diversas autoridades interesadas y contribuirán a fomentar el diálogo y mejorar la coordinación en su aproximación al riesgo sistémico⁴⁸.

En la sección 4 de este artículo se presenta uno de los avances más recientes en la determinación de los recursos disponibles para atender la resolución de una cámara, la nueva Guía del FSB. La Guía tiene un carácter operativo y proporciona orientación a las autoridades para identificar los aspectos que se deben tener en cuenta cuando

48 Fabio Pannetta, miembro de la Comisión Ejecutiva del BCE, realiza propuestas concretas de avance y coordinación entre el sector público y privado en la comprensión de las implicaciones e interacciones sistémicas relacionadas con la compensación centralizada. Panetta, F. (2020). «Joining forces: stepping up coordination on risks in central clearing». *Introductory remarks at the Second Joint Bundesbank/ECB/Federal Reserve Bank of Chicago Conference on CCP Risk Management*. Febrero.

lleven a cabo la evaluación de cada recurso o herramienta, pero no aporta una política concreta en cada caso.

Por ello, la Guía será revisada en un plazo máximo de cinco años, en consulta con CPMI e IOSCO, para valorar si se necesitan ajustes adicionales tomando en consideración la evolución del mercado y la experiencia de las autoridades de resolución en su aplicación coordinada con las demás autoridades involucradas a través de los grupos de gestión de crisis.

La reciente aprobación del Reglamento europeo sobre recuperación y resolución de cámaras de compensación permitirá aplicar a todas las cámaras ubicadas en la Unión Europea un marco específico y armonizado de recuperación y resolución, cuya aplicación se beneficiará de la nueva Guía del FSB.

El propio reglamento reconoce que la Comisión Europea debe revisar su contenido para incorporar los desarrollos internacionales que se vayan produciendo en cuanto al tratamiento del capital en resolución y, en el mismo plazo de cinco años, sobre los recursos financieros disponibles por parte de las autoridades de resolución para cubrir pérdidas no causadas por incumplimiento de los miembros y los recursos propios de las ECC que se utilizarán en la recuperación y resolución.

7 Conclusiones

La resolución de ECC sigue siendo un tema complejo y desafiante en términos legales, económicos y operativos, que además se ve condicionado por intereses divergentes de las partes involucradas y por una complicada estructura de incentivos que garantizan la participación y la gestión adecuada del riesgo.

Dada la naturaleza transnacional de la actividad de compensación y las considerables interdependencias con el resto del sistema financiero, es preciso contar con una regulación armonizada a nivel global y una elevada coordinación entre las autoridades correspondientes.

Aunque se han hecho avances notables en el diseño de un sistema de resolución de cámaras de compensación globalmente armonizado, estos condicionantes han contribuido a que, a pesar de haber sido identificada como una reforma prioritaria tras la crisis financiera global, el trabajo siga en curso a nivel internacional y europeo, siendo necesario profundizar en la comprensión de las implicaciones de riesgo y canales de contagio derivados de los estrechos vínculos entre bancos y ECC.

Debido al papel esencial que desempeñan en el sistema financiero, la caída desordenada de una ECC podría conducir a graves perturbaciones sistémicas. Por lo tanto, mantener la continuidad de las funciones críticas de compensación centralizada es fundamental para la estabilidad financiera.

La próxima aplicación en la Unión Europea de un marco normativo sobre recuperación y resolución de ECC supone un paso importante en la mejora de la resistencia y resolubilidad de estas entidades, reforzando su preparación y la de las autoridades

nacionales para hacer frente al deterioro de una ECC de manera coordinada, lo que contribuye al buen funcionamiento de los mercados y a asegurar la confianza en el sistema financiero.

Referencias

Alfranseder, E., Fiedor, P., Lapschies, S., Orszaghova, L. y Sobolewski, P. (2018). *Indicators for the monitoring of central counterparties in the EU*. ESRB, Occasional Paper Series, n.º 14.

Bank for International Settlements (BIS) (2020). *Statistical release: OTC derivatives statistics at end-December 2019*. 7 de mayo.

— (2020). *OTC derivatives outstanding*.

Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2019). *Capital requirements for bank exposures to CCP*.

Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI) - International Organization of Securities Commissions (IOSCO) (2012). *Principles for financial market infrastructures*. Abril.

— (2017). *Resilience of central counterparties (CCPs): further guidance on the PFMI*. Julio.

— (2017). *Recovery of financial market infrastructures*. Julio (revisión de la versión de este documento de octubre de 2014)

— (2020). *Central counterparty default management auctions – Issues for consideration*. Junio.

Domanski, D., Gambcorta, L. y Picillo, C. (2015) «Central clearing: trends and current issues». *BIS Quarterly Review*. Diciembre.

European Association of CCP Clearing Houses (EACH). *How does clearing work?*

European Securities and Markets Authority (ESMA) (2020). *EU Derivatives Markets. Annual Statistical Report 2020*, p. 43.

— (2020) *3rd EU-wide CCP Stress Test Report*. 13 de julio.

European Systemic Risk Board (ESRB) (2017). *Opinion on a central counterparty recovery and resolution framework*. Julio.

Faruqui, U., Huang, W. y Takáts, E. (2018). «Clearing risks in OTC derivatives markets: the CCP-bank nexus». *BIS Quarterly Review*. Diciembre.

Financial Stability Board (FSB) (2014). *Key attributes of effective resolution regimes for financial institutions*. Octubre.

- (2017). *Guidance on central counterparty resolution and resolution planning*. Julio.
- (2020). *FSB releases guidance on CCP financial resources for resolution and announces further work*. Nota de prensa. 16 de noviembre.
- (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution*. Noviembre.
- (2020). *Guidance on financial resources to support CCP resolution and on the treatment of CCP equity in resolution. Overview of responses to the consultation and Summary of virtual outreach events on 25 and 30 June 2020*. Noviembre.
- (2020). *Holistic Review of the March Market Turmoil*. Noviembre.
- (2020). *2020 Resolution Report*. Noviembre.

Financial Stability Board (FSB), Committee on Payments and Market Infrastructures (CPMI), International Organization of Securities Commissions (IOSCO) and Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) (2017). *Analysis of Central Clearing Interdependencies*.

- (2018). *Analysis of Central Clearing Interdependencies*.

Hughes, D. y Manning, M. (2015). «CCPs and Banks: Different Risks, Different Regulations». *RBA Bulletin*. Diciembre.

Khwaja, A. (2019). «2018 CCP Market Share Statistics». Clarus Financial Technology.

Núñez, S. y Valdeolivas, E. (2019). «Central clearing counterparties: benefits, costs and risks». Banco de España, *Financial Stability Review*, n.º 36.

Panetta, F. (2020). «Joining forces: stepping up coordination on risks in central clearing». *Introductory remarks at the Second Joint Bundesbank/ECB/Federal Reserve Bank of Chicago Conference on CCP Risk Management*. Febrero.

Singh, M. y Turing, D. (2018). *Central Counterparties Resolution—An Unresolved Problem*. IMF, Working Paper, WP 18/65.

Anexo 1 Ejemplo de aplicación práctica de la cascada de defensa de una ECC y de los recursos disponibles en resolución en escenarios de incumplimiento de sus miembros

Se considera una ECC en varios escenarios de pérdidas provocadas por el incumplimiento de dos a seis miembros compensadores. Estos escenarios ilustran el momento en el que la ECC entraría en resolución y el coste en términos de recursos necesarios para recuperar su viabilidad⁴⁹.

Para simplificar el ejercicio solo se utilizan herramientas de absorción de pérdidas consistentes en requerir recursos adicionales a los miembros no incumplidores (*cash calls*), tanto en recuperación como en resolución, para hacer frente al incumplimiento.

Datos básicos de la ECC

CUADRO 7

Capital mínimo según art. 16 EMIR	4
Primer tramo de SITG	1
Segundo tramo de SITG	2

Fuente: Elaboración propia.

Escenario de dos miembros incumplidores

El riesgo acumulado para la cámara es de 14, tras haber aplicado los márgenes iniciales y las aportaciones a la garantía colectiva de ambos miembros incumplidores.

- El siguiente paso es utilizar el primer tramo de recursos propios de la ECC, que es de 1. A continuación, se aplicaría la garantía colectiva de los miembros no incumplidores que, en este caso, asciende a 8.
- Posteriormente, se aplicaría el segundo tramo de recursos de la ECC, que, en el ejemplo, asciende a 2.
- Para cubrir la pérdida restante, que en este momento asciende a 3, la ECC pondría en marcha su fase de recuperación y solicitaría a los miembros no incumplidores fondos adicionales por dicho importe (este *cash call* en recuperación estaría limitado a 1 vez la aportación al fondo de incumplimiento, luego habría un margen de 5 recursos adicionales no prefinanciados en recuperación).

En este escenario, para cubrir una pérdida de -14 se han utilizado recursos prefinanciados de los miembros compensadores por importe de 8, de la ECC por importe de

49 En ninguno de los escenarios se contempla el posible coste adicional derivado de un eventual derecho de compensación debido a la aplicación de la salvaguarda NCWO. Tampoco se tienen en cuenta los costes operativos, administrativos o de otra índole relacionados con el mantenimiento de las funciones críticas de la cámara o con la propia resolución.

3 y se han requerido recursos no prefinanciados a los miembros por importe de 3. Además, para que la cámara pueda seguir operando, los miembros no incumplidores deben reponer la garantía colectiva, por importe de 8, y la ECC debe reponer sus propios recursos. El coste total habría ascendido a 25.

Coste total y recursos en el escenario de dos miembros incumplidores CUADRO 8

Pérdida inicial	Recursos prefinanciados			Recursos no prefinanciados			Coste total
	Miembros no incumplidores	ECC	Cash call en recuperación	Reposición garantía colectiva	Reposición RR. PP. de la ECC		
-14	8	3	3	8	3	25	

Fuente: Elaboración propia.

En este escenario, la ECC dispone de recursos suficientes para cubrir las pérdidas provocadas por el incumplimiento de sus dos mayores miembros, no habiendo sido necesario activar la fase de resolución.

Escenarios de tres o más miembros incumplidores.

En los siguientes escenarios que muestra el cuadro 9, aplicando esta misma mecánica, se aprecia cómo la fase de resolución se activa a partir del incumplimiento de tres miembros compensadores (MC).

Coste total y recursos en el escenario de tres o más miembros incumplidores CUADRO 9

Escenarios: número de miembros incumplidores	Going concern		Fase de recuperación				Fase de resolución			Coste total
	Pérdida inicial	Recursos prefinanciados		Recursos no prefinanciados		Recursos prefinanciados		Recursos no prefinanciados		
		Miembros no incumplidores	ECC	Cash call en recuperación	Reposición garantía colectiva	Reposición RR. PP. de la ECC	Capital de la ECC	Cash call en resolución	Recapitalización de la ECC	
3 miembros incumplen	-16	6	3	6	6	3	1	0	1	26
4 miembros incumplen	-17	4	3	4	4	3	4	2	4	28
5 miembros incumplen	-19	3	3	3	3	3	4	6	4	29
6 miembros incumplen	-20	0	3	0	0	3	4	-	4	14 ¹

Fuente: Elaboración propia.

1 Sin tener en cuenta que la pérdida abierta sigue siendo -13.

Una vez activada la fase de resolución, por haberse consumido todos los recursos disponibles para que la cámara pudiera hacer frente por sí misma a la pérdida total provocada por el incumplimiento de sus miembros, se aplica en primer lugar el capital de la cámara. Con un capital de 4 (adicional a los 2 tramos de *skin in the game*), a partir del incumplimiento de 4 miembros es necesaria su completa amortización

para absorber pérdidas y en este escenario también se hace preciso solicitar *cash call* (por importe de 2) a los miembros no incumplidores, de modo que todavía queda un margen de 6 que permitirá recapitalizar la cámara (reponer el capital amortizado de 4) para que pueda continuar operando.

El límite de *cash call* disponibles en resolución (2 veces la garantía colectiva según el Reglamento de R&R ECC) se agota en el escenario de 5 miembros incumplidores con la absorción de la pérdida remanente, pero no existe colchón adicional para recapitalizar la cámara. Por lo que en la fase de resolución no se conseguiría el objetivo de mantener la cámara en funcionamiento.

En el último escenario, con todos los miembros incumpliendo, se produce un desfase final de recursos de -13.

Tras analizar los distintos escenarios, se puede observar que los recursos y el capital de la ECC son cantidades fijas, independientemente del número de miembros incumplidores. Además, cuanto mayor es el número de miembros incumplidores, menor es la garantía colectiva disponible, como también es menor la contribución adicional de los miembros no incumplidores. En estos escenarios de incumplimiento se debería activar la fase de resolución a partir de 3 miembros incumplidores, siendo 4 el número máximo de incumplimientos que podrían gestionarse con éxito en resolución.

Escenarios de incumplimiento de miembros compensadores (*default losses*)

CUADRO 10

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	
Riesgo acumulado	Número de miembros incumplidores	Tramo de RR. PP. de la ECC	Garantía colectiva de los miembros no incumplidores	Reposición de la garantía colectiva	Recursos adicionales de la ECC	Contribución de los MC en recuperación	Recursos disponibles en recuperación (3 + 4 + 6 + 7)	Pérdida aplicando el plan de recuperación	Colchón aplicando el plan de recuperación	RESOLUCIÓN	Capital de la ECC	Contribución de los MC en resolución	Recursos disponibles en resolución (11 + 12)	Pérdida	Colchón aplicando el plan de resolución
14	2	1	8	8	2	8	19	0	5	-	-	-	0	-	
16	3	1	6	6	2	6	15	-1	-	4	12	16	0	15	
17	4	1	4	4	2	4	11	-6	-	4	8	12	0	6	
19	5	1	3	3	2	3	9	-10	-	4	6	10	0	-	
20	6	1	0	0	2	0	3	-17	-	4	0	4	-13	-	

Fuente: Elaboración propia.

- (1) **Riesgo acumulado:** Riesgo abierto para la ECC después de haber consumido la garantía inicial y la garantía colectiva correspondiente a los miembros incumplidores.
- (2) **Número de miembros incumplidores:** Número de miembros compensadores incumplidores.
- (3) **Tramo de RR. PP. de la ECC:** Recursos propios de la ECC aplicados en la cascada de defensa (primer tramo de *skin in the game*).
- (4) **Garantía colectiva de los miembros no incumplidores:** Garantía colectiva de los miembros compensadores no incumplidores.

- (5) **Reposición de la garantía colectiva:** Aportación no prefinanciada de los miembros no incumplidores para reponer el fondo de incumplimiento (DF).
- (6) **Recursos adicionales de la ECC:** Aportación de capital adicional de la ECC (segundo tramo de *skin in the game*).
- (7) **Contribución de los MC en recuperación:** Aportación no prefinanciada de los miembros no incumplidores para asumir pérdidas en recuperación. Según el Reglamento de R&R de ECC, esta aportación estaría limitada a una vez el DF.
- (8) **Recursos disponibles en recuperación:** Es la suma de los recursos propios de la ECC (primer tramo de *skin in the game*), la garantía colectiva de los miembros compensadores no incumplidores, la aportación no prefinanciada de los miembros no incumplidores para asumir pérdidas (*cash call* en recuperación) y la aportación de capital adicional de la ECC (segundo tramo de *skin in the game*).
- (9) **Pérdida aplicando el plan de recuperación:** Recursos pendientes para cubrir la diferencia entre los recursos disponibles en recuperación y el riesgo acumulado.
- (10) **Colchón aplicando el plan de recuperación:** Recursos disponibles en recuperación que no se utilizan para cubrir pérdidas y que se podrán utilizar para reponer el capital de la ECC y, en su caso, reducir la petición de recursos a los miembros compensadores.
- (11) **Capital de la ECC:** Recursos propios mínimos de la ECC de acuerdo con el artículo 16 de EMIR.
- (12) **Contribución de los MC en resolución:** Aportación no prefinanciada de los miembros no incumplidores para asumir pérdidas en resolución (*cash call* en resolución que, según el Reglamento de R&R de ECC estarían limitados a dos veces del DF).
- (13) **Recursos disponibles en resolución:** Es la suma del capital de la ECC y la contribución de los miembros no incumplidores en resolución (*cash call* en resolución).
- (14) **Pérdida aplicando el plan de resolución:** Recursos pendientes para cubrir la diferencia entre los recursos disponibles en resolución y el riesgo acumulado.
- (15) **Colchón aplicando el plan de resolución:** Recursos disponibles en resolución que no se utilizan para cubrir pérdidas y que se podrán utilizar para reponer el capital de las ECC y, en su caso, reducir la petición de recursos a los miembros no incumplidores.

Anexo 2 Ejemplo de aplicación práctica de la cascada de defensa de una ECC y de los recursos disponibles en resolución en escenarios de pérdidas no provocadas por incumplimiento de sus miembros

Se considera una ECC en dos escenarios de pérdidas provocadas por el robo de los activos líquidos de la ECC en los que se materializa la inversión de las garantías de sus miembros.

Datos básicos de la ECC

CUADRO 11

Capital mínimo según art. 16 EMIR	4
Primer tramo de SITG	1
Segundo tramo de SITG	2

Fuente: Elaboración propia.

Estos escenarios ilustran también el momento en el que la ECC entraría en resolución y el coste en términos de recursos necesarios para recuperar su viabilidad⁵⁰.

Para simplificar el ejercicio solo se utilizan herramientas de absorción de pérdidas consistentes en requerir recursos adicionales a los miembros compensadores (*cash calls*), tanto en recuperación como en resolución, para hacer frente al incumplimiento.

Escenarios de NDL

Se considera un riesgo abierto por robo de activos líquidos de -14. En primer lugar se aplicaría el primer tramo de *skin in the game*, por importe de 1, y a continuación la garantía colectiva de los miembros, que asciende a 8. Al no ser suficiente, se activa el segundo tramo de *skin in the game*, por importe de 2, y, por último, es preciso realizar una aportación adicional no prefinanciada de 8 para cubrir la totalidad de las pérdidas en recuperación.

En este escenario, para cubrir una pérdida de -14 se han utilizado recursos prefinanciados de la ECC por importe de 3, de los miembros por importe de 8 y se han requerido recursos no prefinanciados a los miembros por importe de 3. Además, para que la cámara pueda seguir operando, los miembros deben reponer la garantía colectiva, por importe de 8, y la ECC debe reponer sus propios recursos. El coste total ascendería a 25.

La ECC dispone de recursos suficientes para cubrir las pérdidas provocadas por el robo de los activos líquidos, no habiendo sido necesario activar la fase de resolución.

50 En ninguno de los escenarios se contempla el posible coste adicional derivado de un eventual derecho de compensación debido a la aplicación de la salvaguarda NCWO. Tampoco se tienen en cuenta los costes operativos, administrativos o de otra índole relacionados con el mantenimiento de las funciones críticas de la cámara o con la propia resolución.

En caso de que el riesgo de robo de activos líquidos ascendiera a 25, siguiendo la misma mecánica que en el escenario anterior, los recursos disponibles en fase de recuperación, 19, no son suficientes, por lo que es preciso activar la fase de resolución.

En fase de resolución, es el capital el que absorbe pérdidas en primer lugar, lo que supone amortizar el importe de 4 y a continuación se solicitan fondos adicionales a los miembros por importe de 2, con un límite de 12, que cubriría la reposición del capital de la cámara. La resolución cubriría sus objetivos en este caso.

En caso de que las pérdidas por robo asciendan a 40, la resolución no cumpliría con sus objetivos, al existir una brecha de recursos de -9, sin tener en cuenta la reposición del capital de la cámara.

Escenarios de pérdidas no producidas por incumplimiento de miembros compensadores (*non-default losses*)

CUADRO 12

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	
Riesgo	Tramo de RR. PP. de la ECC	Garantía colectiva de los miembros	Reposición de la garantía colectiva	Recursos adicionales de la ECC	Contribución de los MC en recuperación	Recursos disponibles en recuperación (2 + 3 + 5 + 6)	Pérdida aplicando el plan de recuperación	Colchón aplicando el plan de recuperación	RESOLUCIÓN	Capital de la ECC	Contribución de los MC en resolución	Recursos disponibles en resolución (10 + 11)	Pérdida	Colchón aplicando el plan de resolución
14	1	8	8	2	8	19	0	5		-	-	-	0	-
25	1	8	8	2	8	19	-6	-		4	8	12	0	6
40	1	8	8	2	8	19	-21			4	8	12	-9	

Fuente: Elaboración propia.

- (1) **Riesgo de robo los activos líquidos:** Pérdida provocada por el robo de los activos en que se materializan los márgenes iniciales y la garantía colectiva.
- (2) **Tramo de RR. PP. de la ECC:** Recursos propios de la ECC aplicados en la cascada de defensa (primer tramo de *skin in the game*).
- (3) **Garantía colectiva de los miembros:** Garantía colectiva de los miembros compensadores.
- (4) **Reposición de la garantía colectiva:** Aportación no prefinanciada de los miembros para reponer el DF.
- (5) **Recursos adicionales de la ECC:** Aportación de capital adicional de la ECC (segundo tramo de *skin in the game*).
- (6) **Contribución de los miembros en recuperación:** Aportación no prefinanciada de los miembros para asumir pérdidas en recuperación (*cash call* en recuperación). Según el Reglamento de R&R de ECC, esta aportación estaría limitada a una vez el DF.
- (7) **Recursos disponibles en recuperación:** Es la suma de los recursos propios de la ECC (primer tramo de *skin in the game*), la garantía colectiva de los

miembros compensadores, la aportación no prefinanciada de los miembros para asumir pérdidas y la aportación de capital adicional de la ECC (segundo tramo de *skin in the game*).

- (8) **Pérdida aplicando el plan de recuperación:** Recursos pendientes para cubrir la diferencia entre los recursos disponibles en recuperación y el riesgo acumulado.
- (9) **Colchón aplicando el plan de recuperación:** Recursos disponibles en recuperación que no se utilizan para cubrir pérdidas y que se podrán utilizar para reponer el capital de las ECC y, en su caso, reducir la petición de recursos a los miembros compensadores.
- (10) **Capital de la ECC:** Recursos propios mínimos de la ECC de acuerdo con el artículo 16 de EMIR.
- (11) **Contribución de los MC en resolución:** Aportación no prefinanciada de los miembros no incumplidores para asumir pérdidas en resolución (*cash call* en resolución que, según el Reglamento de R&R de ECC estarían limitados a dos veces del DF).
- (12) **Recursos disponibles en resolución:** Es la suma del capital de la ECC y la contribución de los miembros en resolución (*cash call* en resolución).
- (13) **Pérdida aplicando el plan de resolución:** Recursos pendientes para cubrir la diferencia entre los recursos disponibles en resolución y el riesgo acumulado.
- (14) **Colchón aplicando el plan de resolución:** Recursos disponibles en resolución que no se utilizan para cubrir pérdidas y que se podrán utilizar para reponer el capital de las ECC y, en su caso, reducir la petición de recursos a los miembros.

