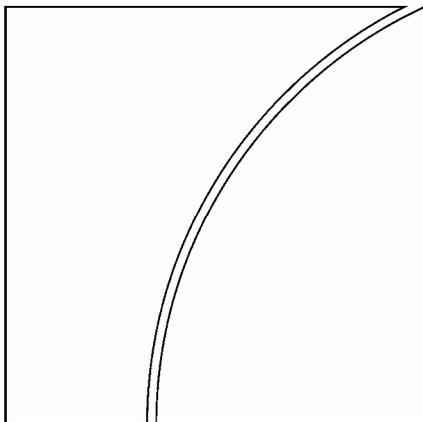


Comité de Sistemas de Pago y
Liquidación

Comité Técnico de la Organización
Internacional de Comisiones de
Valores



Recomendaciones para entidades de contrapartida central

Noviembre de 2004



BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



OICU-IOSCO

Organización Internacional de Comisiones de Valores
International Organization of Securities Commissions
Organisation internationale des commissions de valeurs
Organização Internacional das Comissões de Valores

Pueden solicitarse ejemplares de esta publicación a:

Banco de Pagos Internacionales
Press & Communications
CH-4002 Basilea (Suiza)

E-mail: publications@bis.org

Fax: +41 61 280 9100 y +41 61 280 8100

Esta publicación se encuentra disponible en las páginas en Internet del BPI (www.bis.org) y de la OICV (www.iosco.org).

© *Banco de Pagos Internacionales y Organización Internacional de Comisiones de Valores 2004.
Reservados todos los derechos. Se permite la reproducción o traducción de breves extractos,
siempre que se indique su procedencia.*

ISBN 92-9197-512-5 (en línea)

Presentación

El presente informe, titulado *Recomendaciones para entidades de contrapartida central*, es el tercero que elabora el Grupo de Trabajo sobre Sistemas de Liquidación de Valores, creado conjuntamente en diciembre de 1999 por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS por sus siglas en inglés) de los bancos centrales del Grupo de los Diez y por el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, OICV (IOSCO por sus siglas en inglés). En esta publicación se recoge una serie de estándares pormenorizados para la gestión de riesgos en las entidades de contrapartida central (ECC).

Las ECC ocupan un lugar destacado en los sistemas de liquidación de valores (SLV), al interponerse entre las partes de una operación financiera para ejercer como vendedor para el comprador y como comprador para el vendedor. Cuando una ECC está bien diseñada y cuenta con sistemas adecuados para la gestión del riesgo, reduce los riesgos a los que se exponen sus participantes y contribuye a la estabilidad financiera. Tradicionalmente, las ECC han sido utilizadas por mercados de derivados y por algunas bolsas de valores, pero en los últimos años se han introducido en muchos más mercados de valores, como los de efectivo y los no regulados. A pesar de las ECC pueden reducir significativamente los riesgos a los que se exponen los agentes del mercado, lo cierto es que también concentran los riesgos y las responsabilidades para su gestión. Por ello, la eficacia de las ECC para el control de riesgos y la adecuación de sus recursos financieros son aspectos fundamentales para la infraestructura del mercado en el que se insertan. En vista del creciente interés suscitado por el desarrollo de las ECC y la ampliación de su gama de servicios, el CPSS y el Comité Técnico de la OICV coincidieron en que, para promover la seguridad en los mercados financieros, resultaba crucial que las ECC contaran con unas normas internacionales para la gestión del riesgo.

En marzo de 2004, el CPSS y el Comité Técnico de la OICV publicaron una versión preliminar del presente informe, que fue sometida a consulta pública. Se recibieron más de 40 comentarios por parte de bancos centrales y reguladores de valores, así como de operadores y usuarios de ECC, información que fue muy bien acogida por el Grupo de Trabajo y que ha ayudado a modificar sustancialmente diversas recomendaciones.

En el informe se recogen 15 recomendaciones primordiales que abarcan los principales tipos de riesgo a los que se enfrentan las ECC, a las cuales acompaña un texto explicativo. Asimismo, se establece el ámbito de aplicación previsto para dichas recomendaciones y su relación con el informe del Grupo de Trabajo titulado *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores (RSLV)*. En este informe también se incluye una metodología para evaluar la aplicación de las recomendaciones, donde se identifican los principales asuntos a tener en cuenta y sus correspondientes preguntas, al tiempo que se ofrece una serie de pautas para asignar una categoría de evaluación.

El CPSS y el Comité Técnico de la OICV instan a las ECC a realizar una autoevaluación de su observancia de las recomendaciones y a utilizar sus respuestas a las preguntas clave como base para su divulgación pública de información. También se espera que las autoridades nacionales responsables de la regulación y vigilancia de las ECC determinen si las entidades de su jurisdicción han aplicado las recomendaciones correctamente, desarrollando planes para dicha aplicación cuando sea necesario.

Tanto el CPSS como el Comité Técnico de la OICV desean agradecer a los miembros del Grupo de Trabajo y a sus copresidentes, Patrick Parkinson, de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal, y Shane Tregillis, de la Autoridad Monetaria de Singapur, el esfuerzo que han realizado para completar este informe de manera oportuna.

Tommaso Padoa-Schioppa, Presidente
Comité de Sistemas de Pago y Liquidación

Andrew Sheng, Presidente,
Comité Técnico de la OICV

Índice

Presentación.....	iii
1. Introducción.....	1
Lista 1: Comité Técnico CPSS-OICV Recomendaciones para entidades de contrapartida central (ECC).....	4
2. Ámbito de aplicación de las recomendaciones.....	6
3. Riesgos de una ECC y su gestión.....	8
4. Recomendaciones.....	14
Recomendación 1: Riesgo legal.....	14
Recomendación 2: Criterios de participación.....	17
Recomendación 3: Estimación y gestión de las posiciones crediticias.....	20
Recomendación 4: Exigencias de garantías.....	23
Recomendación 5: Recursos financieros.....	25
Recomendación 6: Procedimientos en caso de incumplimiento.....	30
Recomendación 7: Riesgos de custodia y de inversión.....	34
Recomendación 8: Riesgo operativo.....	36
Recomendación 9: Liquidaciones monetarias.....	39
Recomendación 10: Entrega física.....	42
Recomendación 11: Riesgos en los enlaces entre dos ECC.....	44
Recomendación 12: Eficiencia.....	48
Recomendación 13: Buen gobierno.....	49
Recomendación 14: Transparencia.....	52
Recomendación 15: Regulación y vigilancia.....	53
5. Lista de control para fondos de garantía.....	56
Anexo 1: Formulario para evaluar la observancia de las Recomendaciones para Entidades de Contrapartida Central.....	59
Anexo 2: Formulario para la difusión de información a partir de las Preguntas Clave.....	66
Respuestas a las Preguntas Clave de las Recomendaciones para Entidades de Contrapartida Central (ECC).....	68
Anexo 3: Glosario.....	70
Anexo 4: Miembros del Grupo de Trabajo CPSS-OICV sobre Sistemas de Liquidación de Valores...74	

1. Introducción

Antecedentes

1.1 Una entidad de contrapartida central (ECC) es aquella que se interpone entre las partes de un contrato financiero negociado en uno o más mercados, convirtiéndose en el comprador de todo vendedor y en el vendedor de todo comprador. Tradicionalmente, las ECC han sido utilizadas por mercados de derivados y por algunas bolsas de valores y sistemas de negociación, pero en los últimos años, se han introducido en numerosas bolsas y han comenzado a prestar sus servicios en mercados no regulados (*over-the-counter*, *OTC*), incluidos los mercados de acuerdos con pacto de recompra de valores y de derivados.

1.2 Una ECC es capaz de reducir de manera significativa los riesgos a los que se enfrentan los agentes del mercado, al establecer sólidos controles del riesgo para todos los partícipes y, en muchos casos, al conseguir la compensación multilateral de los saldos de las operaciones. Además, suele mejorar la liquidez de los mercados en los que se inserta, pues tiende a reducir los riesgos para sus partícipes y, a menudo, facilita la negociación anónima. Sin embargo, una ECC también concentra riesgos y responsabilidades en cuanto a la gestión de sus riesgos, de modo que la eficacia en el control de dichos riesgos y la adecuación de sus recursos financieros son aspectos fundamentales para la infraestructura del mercado al que presta sus servicios.

1.3 Si se produjera un fallo en la gestión del riesgo de una ECC, podría alterarse el buen funcionamiento de los mercados para los que trabaja y afectar a otros componentes de los sistemas de liquidación para instrumentos negociados en dichos mercados. A su vez, estas alteraciones, podrían perturbar los sistemas de pago y otros sistemas de liquidación. Es precisamente a causa de estas posibles alteraciones para los mercados de valores y de derivados y para los sistemas de pago y liquidación por lo que los reguladores de valores y los bancos centrales están especialmente interesados en la gestión de riesgos que realizan las ECC.

1.4 En noviembre de 2001, el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, por sus siglas en inglés) de los bancos centrales del Grupo de los Diez y el Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV) publicaron un informe titulado *Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores (RSLV)*, en el que se recogían 19 recomendaciones para fomentar la seguridad y eficiencia de los sistemas de liquidación de valores. La Recomendación 4, consagrada a las ECC, estipula las ventajas y costes que conlleva la evaluación de una ECC, y propugna que, cuando exista una ECC, ésta deberá controlar de manera rigurosa los riesgos que asume. Sin embargo, esta recomendación no establece normas detalladas ni exhaustivas para la gestión del riesgo en las ECC. Al mismo tiempo, muchas otras recomendaciones resultan pertinentes para las ECC, en especial las que hacen referencia a la fiabilidad operativa, eficiencia, buen gobierno, transparencia, así como regulación y vigilancia.

1.5 El CPSS y el Comité Técnico de la OICV coincidieron posteriormente en lo importante que resulta que las ECC cuenten con unas normas internacionales pormenorizadas para la gestión de sus riesgos, habida cuenta de la creciente labor que desempeñan en los sistemas de liquidación de valores y de la posibilidad de que un fallo en su gestión del riesgo interrumpa el buen funcionamiento de los mercados y de los sistemas de pago y liquidación de valores. Por ello, en febrero de 2003 encargaron a su Grupo de Trabajo sobre Sistemas de Liquidación de Valores la elaboración de dichas normas, que deberían abarcar los principales tipos de riesgo a los que se enfrenta una ECC. La labor del Grupo de Trabajo debería partir del trabajo realizado en este sentido por entidades tanto públicas como privadas, incluida la Asociación Europea de Cámaras de Contrapartida Central (EACH) y el CCP-12, grupo compuesto por ECC de Asia, América y Europa. El trabajo sobre la metodología para evaluar la aplicación de las normas debería desarrollarse en paralelo al desarrollo de las propias normas. En el presente informe se recoge, pues, la labor realizada por el Grupo de Trabajo.

Relación con las RSLV

1.6 Con una sola excepción, las recomendaciones relativas a las ECC recogidas en este informe reemplazan a las recomendaciones recogidas en las *Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores (RSLV)*. La excepción en cuestión es la recomendación de evaluar los costes y beneficios derivados de la introducción de una ECC en aquellos mercados de valores en los que no exista. La publicación de este informe no implica que deba introducirse una ECC en cada mercado

financiero. Cuando se haya determinado que una ECC cumple con las presentes recomendaciones, no será necesario volver a evaluar dicho cumplimiento con respecto a las RSLV. Por su parte, al comprobar si el sistema de liquidación de valores en su conjunto cumple con las RSLV habrá que referirse a los resultados de esta evaluación de la ECC, mientras que los demás componentes del SLV deberán seguir contrastándose con las RSLV.

Evaluación de las presentes recomendaciones

1.7 Al igual que en el caso de las RSLV, el CPSS y el Comité Técnico de la OICV intentan promover la aplicación de las presentes recomendaciones entre las distintas ECC a través de evaluaciones periódicas de su observancia. Lo ideal sería que la propia ECC realizara esta evaluación en primer lugar, pero en cualquier caso, se espera que las autoridades nacionales encargadas de la regulación y vigilancia de las ECC comprueben que éstas cumplen dichas recomendaciones, de conformidad con el programa de vigilancia de estas autoridades. En caso de coexistir diversas ECC en una misma jurisdicción, las autoridades nacionales pueden limitar su evaluación a aquellas que estimen más significativas desde el punto de vista de la estabilidad financiera. Asimismo, la observancia de estas recomendaciones puede ser comprobada por una institución financiera internacional (IFI) como el Fondo Monetario Internacional o el Banco Mundial, en el marco de su Programa de Evaluación del Sector Financiero (PESF) o de cualquier otra actividad de apoyo técnico.

1.8 En ejercicios de normalización anteriores, el CPSS y el Comité Técnico de la OICV comprobaron que el desarrollo de una metodología de evaluación inequívoca y exhaustiva es fundamental para que dichas evaluaciones resulten objetivas y consistentes. Como se ha comentado anteriormente, se le encargó al Grupo de Trabajo que desarrollara la metodología de evaluación en paralelo al desarrollo de las propias recomendaciones para las ECC. La metodología presentada sigue el mismo principio que la *Metodología para la evaluación de las "Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores"* de noviembre de 2002, que ha sido ampliamente utilizada y está considerada generalmente como un método enormemente efectivo. Para cada recomendación, se identifican los principales asuntos que es necesario evaluar para poder determinar el grado de cumplimiento de la misma, así como las cuestiones clave a resolver. A continuación, se presenta una serie de pautas para plasmar las respuestas dadas a estos interrogantes en una categoría de evaluación determinada.

1.9 Los órganos encargados de esta evaluación deberán tener presente que las pautas que se presentan para la asignación de una determinada categoría no han de seguirse de forma mecánica. En algunos casos, es posible que una ECC no cumpla completamente los criterios exigidos para la observancia de una recomendación, pero consiga alcanzar no obstante los objetivos de seguridad o eficiencia que subyacen en la recomendación y en los aspectos y preguntas clave aquí recogidos. En caso de que se hubieran cumplido dichos objetivos, sería más adecuado realizar una evaluación más favorable. Sin embargo, la determinación de la categoría de evaluación más adecuada según las presentes recomendaciones es una decisión refutable, de manera que cuando el evaluador decida asignar una categoría más favorable que la indicada en estas pautas, deberá documentar el razonamiento que le ha llevado a apartarse de lo convencional.

1.10 Antes de realizar la evaluación de una ECC, el evaluador deberá conocer bien el mercado en el que ésta se inserta, incluyendo las características de los productos que compensa, el ciclo de liquidación, el volumen de operaciones y los distintos tipos de participantes. Además, intentará comprender *grosso modo* cómo gestiona el riesgo la ECC, incluyendo cómo se prevé combinar las diversas medidas de gestión del riesgo utilizadas.

1.11 Cuando se constate el incumplimiento de alguna de las recomendaciones, deberán adoptarse las medidas necesarias para promover su observancia. En muchos casos, estas medidas pueden y deben ser adoptadas por la ECC, mientras que en otros, puede resultarle imposible asegurar su cumplimiento. Por ejemplo, si se constatan deficiencias en el marco legal, sólo podrán subsanarse mediante un mecanismo legislativo, mientras que si las deficiencias estuvieran relacionadas con los esquemas de liquidación monetaria, serían necesarios cambios en los sistemas de pago del banco central o en las prácticas de los bancos comerciales. En todas estas circunstancias, se espera que los órganos encargados de la regulación y la vigilancia colaboren con las ECC para avanzar en los cambios necesarios para conseguir el cumplimiento. Por último, las incorrecciones en materia de regulación y vigilancia sólo pueden resolverse mediante la acción del órgano regulador o de vigilancia o por medio de un acto legislativo.

1.12 No es posible traducir una ponderación simple de las categorías de evaluación asignadas a cada recomendación en un determinado “grado” de seguridad o eficiencia de una ECC. Cuando las autoridades nacionales estimen que una ECC no cumple con una o más recomendaciones y que este incumplimiento plantea inquietudes significativas con respecto a la estabilidad financiera, deberán trabajar junto con la ECC en cuestión para desarrollar un plan de acción formal que consiga la deseada observancia. En el caso de que sean varias las recomendaciones no observadas, podría ser necesario que las autoridades y la ECC establezcan un conjunto de prioridades a partir del análisis de las implicaciones que dicho incumplimiento pueda tener para el riesgo de la ECC y del sistema financiero. En estos análisis, los resultados de una evaluación tan sólo constituyen un punto de partida.

Estructuración del presente informe

1.13 La Lista 1 recoge las recomendaciones y en la Sección 2 se establece su ámbito de aplicación. En la Sección 3 se analizan los riesgos a los que se enfrentan las ECC y se presentan los elementos comunes a los métodos que suelen emplear para gestionar sus riesgos y la manera en la que interactúan las herramientas utilizadas para gestionarlos. Lo esencial del informe se recoge en la Sección 4, en la que se estudian las recomendaciones y se presenta la metodología para evaluar su observancia. La Sección 5, por su parte, identifica los aspectos que atañen a la evaluación de los esquemas de garantías que existen en determinados mercados a los que no prestan sus servicios las ECC. En cuanto a los anexos, el primero de ellos ofrece un formulario para la autoevaluación de una ECC o de una autoridad nacional, mientras que en el Anexo 2 se presenta otro formulario para la divulgación pública de información a partir de las respuestas a las principales preguntas sobre las recomendaciones. En el Anexo 3 se ofrece un glosario y en el Anexo 4 se enumeran los miembros que componen el Grupo de Trabajo.

Lista 1:
Comité Técnico CPSS-OICV
Recomendaciones para entidades de contrapartida central (ECC)

1. Riesgo legal

Las ECC deberán contar con un marco jurídico bien fundamentado, que sea transparente y exigible y que cubra cada aspecto de sus actividades en todas las jurisdicciones pertinentes.

2. Requisitos de participación

Las ECC deberán exigir a sus partícipes que cuenten con suficientes recursos financieros y con una sólida capacidad operativa, de manera que puedan cumplir las obligaciones derivadas de su participación en la ECC. Para ello, deberán establecer procedimientos que les permitan comprobar el continuo cumplimiento de dichos requisitos, que deberán ser objetivos, públicos y conducentes a una participación justa y abierta.

3. Estimación y gestión de las posiciones crediticias

Las ECC deberán calcular sus posiciones crediticias frente a sus partícipes al menos una vez al día. Mediante exigencias de garantías (márgenes) u otros mecanismos de control (o ambos), deberán limitar su exposición a pérdidas potenciales por el impago de sus usuarios en condiciones de mercado normales, de modo que sus operaciones no se vean alteradas y los usuarios que no incumplan no se vean expuestos a pérdidas imposibles de anticipar o controlar.

4. Garantías exigidas

Cuando las ECC decidan exigir garantías para limitar su exposición a los participantes, dichos márgenes deberán ser suficientes para cubrir las posiciones potenciales en condiciones de mercado normales. Los modelos y parámetros utilizados para establecer exigencias de garantías deberán basarse en el nivel de riesgo y ser revisados periódicamente.

5. Recursos financieros

Las ECC deberán mantener suficientes recursos financieros para soportar, como mínimo, el incumplimiento del partícipe con el que mantiene la mayor posición, en condiciones de mercado extremas pero plausibles.

6. Procedimientos en caso de incumplimiento (*default*)

Los procedimientos de las ECC para casos de incumplimiento deberán estar claramente definidos y asegurar que la ECC adopta medidas oportunas para contener las pérdidas y las presiones sobre la liquidez, sin dejar de cumplir por ello con sus obligaciones y haciendo públicos los principales aspectos de dichos procedimientos.

7. Riesgos de custodia y de inversión

Las ECC deberán mantener activos de tal manera que se minimice el riesgo de pérdida o de retraso para acceder a ellos. Los activos en los que invierta una ECC deberán mantenerse en instrumentos con un riesgo mínimo de crédito, mercado y liquidez.

8. Riesgo operativo

Las ECC deberán identificar fuentes de riesgo operativo y minimizarlas mediante los controles, procedimientos y sistemas más adecuados, debiendo ser estos últimos fiables y seguros, con una capacidad adecuada y versátil. Los planes de continuidad de la actividad deberán permitir la reanudación oportuna de las operaciones y el cumplimiento de las obligaciones de las ECC.

9. Liquidaciones monetarias

Las ECC deberán utilizar mecanismos de liquidación monetaria que eliminen o reduzcan al máximo sus riesgos de liquidación bancaria, es decir, los riesgos de crédito y de liquidez derivados de la utilización de bancos para efectuar liquidaciones monetarias con sus usuarios. Las transferencias de fondos a una ECC se considerarán firmes en cuanto se hayan completado.

10. Entrega física

Las ECC han de definir con claridad cuáles son sus obligaciones con respecto a la entrega física de activos, debiendo identificar y gestionar los riesgos que se desprenden de dichas obligaciones.

11. Riesgos en los enlaces entre las ECC

Las ECC que establecen enlaces con otra ECC en otro país o dentro del mismo país para compensar operaciones deberán evaluar las fuentes de riesgo potenciales y asegurar que dichos riesgos se gestionan de manera prudente en todo momento. Deberá existir un marco de cooperación y coordinación entre las autoridades pertinentes de regulación y vigilancia.

12. Eficiencia

Al tiempo que realizan operaciones seguras y protegidas, las ECC deben ser efectivas en términos de costes al satisfacer las exigencias de sus usuarios.

13. Buen gobierno

Los esquemas de buen gobierno de las ECC deberán ser claros y transparentes, para cumplir así los requisitos de interés público e impulsar los objetivos de sus propietarios y usuarios. En concreto, deberán fomentar la eficacia de sus procesos de gestión del riesgo.

14. Transparencia

Las ECC deben proporcionar a los agentes del mercado información suficiente para poder identificar y evaluar con precisión los riesgos y costes relacionados con la utilización de sus servicios.

15. Regulación y vigilancia

Las ECC deben estar sujetas a unos esquemas de regulación y vigilancia transparentes y efectivos. Tanto en el ámbito nacional como internacional, los bancos centrales y los reguladores de valores deberán cooperar mutuamente y con otras autoridades pertinentes.

2. **Ámbito de aplicación de las recomendaciones**

2.1 Las recomendaciones aquí contenidas y su metodología de evaluación han sido específicamente diseñadas para las ECC, es decir, para entidades que se interponen entre las partes que participan en contratos en uno o más mercados financieros, ejerciendo como vendedor para el comprador y como comprador para el vendedor. En el caso de mercados de derivados, la utilización de una ECC suele ser obligatoria, al igual que en los mercados de valores a los que la ECC presta sus servicios. Las normas que rigen estos mercados a menudo exigen que las negociaciones se realicen al mejor precio de compra o venta, independientemente de la solvencia de la contraparte. De hecho, la operación suele ser anónima, de modo que los agentes no pueden gestionar de forma eficaz los riesgos de crédito y liquidez que asumen frente a la contraparte. La obligación de utilizar una ECC hace innecesaria dicha gestión bilateral de riesgos, ya que la ECC es la contraparte de todas las operaciones. En los mercados no regulados (OTC) en los que se han introducido los servicios de una ECC, su utilización suele ser opcional. Así pues, las partes de una operación pueden acordar someter sus operaciones a la ECC, utilizándola de este modo como contraparte, o pueden decidir no hacerlo, en cuyo caso deberán gestionar sus respectivos riesgos de contraparte. Tanto si prestan sus servicios a un mercado organizado como si lo hace a un mercado extrabursátil, las ECC suelen concentrar riesgos y responsabilidades para la gestión de los mismos. Incluso cuando la utilización de una ECC es opcional, los principales agentes del mercado suelen hacer un uso intensivo de sus servicios.

2.2 El Grupo de Trabajo ha estudiado si estas recomendaciones y metodología de evaluación también deberían aplicarse a otras instituciones que realizan funciones similares (aunque bien diferenciadas) a las de una ECC, en concreto, a los fondos de garantía y a los miembros liquidadores (también conocidos como agentes de compensación).

Fondos de garantía

2.3 En muchos mercados en los que no existen ECC, se ha introducido algún tipo de fondo de garantía que protege en cierta medida a los agentes del mercado frente a pérdidas producidas por el incumplimiento de la contraparte¹. Este fondo suele estar administrado y organizado por el operador del mercado o la central depositaria de valores (CDV) encargados de los valores negociados en el mercado. Este tipo de protección se considera deseable o incluso necesaria, puesto que las normas para respetar el principio de mejor ejecución y otras características del mercado hacen prácticamente imposible que los agentes del mercado puedan gestionar bilateralmente sus riesgos de crédito con la contraparte. A diferencia de la ECC, el organizador de un fondo de garantía, conocido como “garante”, no mantiene ninguna posición frente al partícipe que ha incumplido y no suele participar en la gestión del incumplimiento. Las peculiaridades de estos esquemas de garantías varían considerablemente entre los diferentes mercados, por lo que la información de la que dispone el Grupo de Trabajo resulta incompleta. El garante suele poner un límite concreto al volumen de pérdidas que está dispuesto a cubrir en caso de incumplimiento de la contraparte, equivalente al valor de los activos mantenidos en el fondo de garantía. Los participantes que no hayan incumplido sus pagos estarán autorizados a reclamar los activos del fondo de garantía para cubrir pérdidas en las operaciones que hayan realizado con los participantes que hayan incumplido. Ahora bien, si las pérdidas agregadas de los que no incumplieron fueran superiores a los activos mantenidos en el fondo, la compensación a estos partícipes se realizará sólo en proporción a su participación en el valor total de los activos del fondo, que por otro lado suele ser reducido. Asimismo, en algunos casos, la utilización del fondo para cubrir pérdidas parece estar sujeta a la discreción del organizador del mismo.

2.4 Los reguladores y vigilantes de los sistemas de liquidación de valores están a todas luces interesados en saber hasta qué punto un fondo de garantía de su jurisdicción protege a los agentes

¹ El término “fondo de garantía” también se emplea en algunas jurisdicciones para hacer referencia a fondos que indemnizan a los inversionistas en el caso de que la suspensión de pagos o la quiebra de su banco, sociedad de inversión o custodio provoque pérdidas en el efectivo o en los valores que tienen depositados en dicha entidad. No es éste el fondo de garantía que aquí se analiza y que ofrece una variante de mejora crediticia para profesionales del mercado entre el momento en el que ejecutan sus operaciones y el momento de la liquidación final.

del mercado frente a pérdidas crediticias provocadas por la contraparte. Si las pérdidas potenciales sobrepasaran el valor del fondo o si el garante decidiera no facilitar los fondos, las partes perjudicadas sufrirían pérdidas. Además, si las pérdidas no compensadas fueran lo suficientemente considerables, podría verse afectado el capital de las partes que no han incumplido o, en casos extremos, podrían incluso producirse otros incumplimientos. En consecuencia, podría verse alterado el funcionamiento de los mercados a los que presta su apoyo el fondo de garantía, lo que acarrearía graves consecuencias para los inversionistas y emisores de los valores negociados en dichos mercados. La situación se agravaría si los agentes del mercado no contaran con suficiente información relativa a la cobertura del fondo y a las obligaciones del garante y de los partícipes.

2.5 Por todo ello, las autoridades reguladoras y las encargadas de la vigilancia deberán evaluar la solidez de los fondos de garantía, especialmente aquellos que prestan sus servicios a segmentos críticos como los mercados nacionales de valores. De hecho, cuando exista un fondo de garantía, el análisis de la ECC que se estipula en la Recomendación 4 de las RSLV deberá incluir una evaluación de la solidez del fondo. Si de ella se desprende que existe un riesgo significativo de que los incumplimientos produzcan pérdidas sustanciales para los demás partícipes, deberán adoptarse las medidas necesarias para reforzar el fondo de garantía o introducir una ECC que cumpla las recomendaciones pertinentes.

Sin embargo, resulta problemático utilizar la metodología de evaluación de una ECC para evaluar un fondo de garantía. Dado que las obligaciones del garante difieren de las correspondientes a una ECC, muchas de las recomendaciones destinadas a estas últimas no son pertinentes para los fondos de garantía, e incluso las recomendaciones que lo son, sólo contienen unos pocos aspectos que puedan aplicarse. No obstante, el Grupo de Trabajo estima que resulta beneficioso evaluar estos fondos de garantía partiendo de las recomendaciones para ECC cuando resulten pertinentes (a saber, las Recomendaciones 1, 2, 3, 5, 6, 7, 14 y 15). En la Sección 5 se presenta una lista de aspectos a tener en cuenta al evaluar un fondo de garantía, procedentes o derivados en su mayoría de la metodología de evaluación de las ECC. Teniendo en cuenta la heterogeneidad de estos esquemas de garantía y la falta de información detallada sobre su diseño y funcionamiento, no se ha intentado desarrollar una metodología de evaluación formal.

Miembros liquidadores o agentes de compensación

2.7 En muchos de los mercados en los que se utiliza una ECC, sólo un pequeño grupo de agentes del mercado participan también (como contrapartes) en la ECC. Otros partícipes (normalmente menos importantes, aunque no siempre) acceden a los servicios de una ECC a través de un intermediario (un miembro liquidador de la ECC), de modo que estos participantes que no realizan por sí mismos la compensación suelen estar expuestos al riesgo de contrapartida procedente de su miembro liquidador, y viceversa. Cuando varios partícipes utilizan el mismo agente de compensación, el riesgo de contraparte y la responsabilidad de la gestión de riesgos pueden quedar concentrados en gran medida en dicho agente, por lo que un fallo en la gestión de sus riesgos podría producir el mismo efecto que si el fallo se hubiera producido en una ECC. En algunas jurisdicciones, estos miembros liquidadores están sujetos a requerimientos de capital regulador y a otros reglamentos que abordan de manera explícita los riesgos derivados de la compensación, así como los riesgos derivados de otras actividades distintas de la compensación y que no están cubiertos por estas recomendaciones, pero que pueden afectar la capacidad de los agentes para cumplir con las obligaciones que tienen con sus clientes. Las autoridades nacionales pueden considerar si el marco regulador general de su jurisdicción y las políticas y procedimientos de gestión de riesgos que aplican los miembros liquidadores se ocupan eficazmente de los asuntos y preocupaciones que subyacen en estas recomendaciones, en especial, en lo que concierne a la estimación y gestión de posiciones crediticias (exposición al riesgo de crédito), riesgo de inversión y de custodia, riesgo operativo y la entrega física.

3. Riesgos de una ECC y su gestión

Riesgos

3.1 La naturaleza exacta de los riesgos que debe gestionar una ECC depende de las condiciones concretas de los contratos que mantiene con sus usuarios. En cualquier caso, muchas ECC hacen frente a un conjunto común de riesgos que deben ser controlados de manera eficaz. Existe el riesgo de que los participantes no liquiden sus obligaciones cuando éstas vencen o en cualquier momento posterior (riesgo de crédito de la contraparte) o de que liquiden sus obligaciones de forma tardía (riesgo de liquidez). Cuando se utilice un banco central para la liquidación monetaria entre una ECC y sus usuarios, la quiebra del banco provocaría riesgos de crédito y de liquidez para la ECC (riesgo de liquidación bancaria). Otros riesgos podrían proceder del mantenimiento del colateral (riesgo de custodia), de la inversión de los fondos depositados en una cámara de compensación o del efectivo aportado para cumplir las exigencias de garantías (riesgo de inversión), y de deficiencias en los sistemas y controles (riesgo operativo). Además, las ECC también corren el riesgo de que el sistema jurídico no respalde sus normas y procedimientos, especialmente en el caso de que un partícipe incumpla sus obligaciones (riesgo legal). Cuando una ECC ejerza funciones más allá de su labor de contrapartida central, dichas actividades pueden exacerbar algunos de estos riesgos o complicar su gestión.

Riesgo de crédito de contraparte

3.2 Las ECC se enfrentan al riesgo de sufrir pérdidas por el incumplimiento de alguno de sus usuarios, generalmente como a raíz de su insolvencia. El riesgo de crédito de la contraparte puede presentar dos facetas: riesgo previo a la liquidación (conocido también como riesgo de coste de reemplazo o reposición), que supone sufrir pérdidas por tener que reemplazar contratos abiertos con el agente que ha incumplido, y el riesgo de liquidación o de principal, que se refiere a las pérdidas como consecuencia de la entrega o el pago que debía haber realizado el agente que ha incumplido.

3.3 Si un partícipe incumpliera sus obligaciones, la ECC normalmente rescindiría sus contratos con él, si bien conserva sus obligaciones con respecto a otros participantes, por lo que tendrá que adoptar medidas para evitar la asunción de riesgo de mercado. La ECC entraría en el mercado y compraría o vendería a precios de mercado contratos idénticos a los que están en poder del agente que ha incumplido. Surge así el riesgo de coste de reposición o reemplazo, ya que los contratos pueden venderse a precios por debajo del precio de negociación del original o comprarse a precios superiores². La magnitud de dicho coste dependerá de la volatilidad del precio de los contratos, del plazo transcurrido entre la operación y el incumplimiento, así como del tamaño de las posiciones que se estén reemplazando.

3.4 Además del riesgo de coste de reposición, las ECC también afrontan el riesgo de liquidación, ya que pueden mantener posiciones crediticias en fechas de liquidación en las que todo el valor del principal de las operaciones esté en peligro. Así ocurre cuando los contratos se liquidan a la entrega, pero no se consigue la entrega contra pago (ECP). Si un instrumento se entrega antes de haberse recibido el pago, la parte que entrega corre el riesgo de perder su valor total, mientras que si el pago se realiza antes de la entrega, la parte que abona se arriesga a perder todo el valor del pago.

Riesgo de liquidez

3.5 Dependiendo de las condiciones estipuladas en los contratos con sus usuarios, las ECC pueden estar obligadas a realizar diferentes tipos de pagos, como la transferencia directa de los beneficios obtenidos con contratos en circulación, la transferencia del pago de dividendos o intereses, la devolución de garantías por encima de lo exigido o de pagos por entrega. Las ECC deberán proseguir con sus operaciones y cumplir debidamente con sus obligaciones de pago con respecto a los partícipes que no hayan incumplido, incluso cuando tengan que soportar el incumplimiento de uno

² La ECC podría haber valorado periódicamente sus operaciones a precios de mercado y haber recaudado efectivo o colateral para cubrir sus posiciones tras la fecha en la que se realizó la operación. De este modo, el riesgo de coste de reposición estaría en función de la variación del precio desde la última recaudación.

o más partícipes o atraviesen por dificultades operativas. Por todo ello, las ECC se ven expuestas al riesgo de liquidez.

3.6 Las ECC cuentan con diversos recursos para satisfacer sus obligaciones de pago, entre los que se cuentan los activos del agente que ha incumplido, así como su propio capital y beneficios no distribuidos, o incluso los activos de los participantes que no han incumplido. Sin embargo, entre estos recursos no suele haber mucho efectivo, de modo que la ECC debe liquidar o pignorar el resto de activos para poder cumplir sus obligaciones, proceso que puede resultar costoso o difícil de realizar en el tiempo de que se dispone. Además, en el caso de ECC que realicen liquidaciones o acepten garantías en diversas monedas, puede resultar necesario realizar operaciones con divisas para poder convertir a la divisa correspondiente los ingresos por préstamos o por ventas de activos.

Riesgo de liquidación bancaria

3.7 Además de los riesgos asociados al incumplimiento de la contraparte, las ECC se enfrentan al riesgo de impago del banco que proporciona las cuentas de efectivo para las liquidaciones monetarias. Las consecuencias de este tipo de evento crearían presiones de crédito y liquidez para una ECC, cuya intensidad dependería de las cantidades que circulan a través del banco en cuestión, del momento del impago y de las condiciones del acuerdo de liquidación que mantienen la ECC y el banco liquidador. Numerosos partícipes pueden utilizar un mismo banco liquidador, por lo que la exposición total de una ECC al banco liquidador podría muy bien sobrepasar cualquier otra exposición de un único usuario. Por ello, las consecuencias de una quiebra pueden ser especialmente graves.

Riesgo de custodia

3.8 Para gestionar el riesgo de crédito de la contraparte, una ECC puede exigir que sus usuarios mantengan un margen que asegure sus posiciones, lo cual genera a su vez riesgo de custodia. Pueden surgir riesgos de custodia similares cuando una ECC invierte su capital o sus beneficios no distribuidos en valores mantenidos en un custodio, en caso de que éste actúe de forma negligente, fraudulenta o incluso se declare insolvente, provocando así pérdidas para la ECC. También podría ocurrir que la ECC no pueda utilizar temporalmente la garantía debido a la realización de operaciones improcedentes por parte del custodio.

Riesgo de inversión

3.9 Las ECC cuentan con recursos, como capital social y reservas, que suelen invertir para generar ingresos con los que cubrir parcialmente sus costes operativos. El destino de estas inversiones por lo general son depósitos bancarios a muy corto plazo o valores con un riesgo de mercado mínimo. Sin embargo, las ECC se enfrentan a riesgos de crédito y de liquidez relativos a los bancos o emisores de dichas obligaciones. También surgiría riesgo de inversión si la ECC contara además con un programa para invertir sus depósitos de efectivo correspondientes a sus garantías exigidas.

Riesgo operativo

3.10 El riesgo operativo consiste en la posibilidad de incurrir en pérdidas inesperadas como consecuencia de deficiencias en los sistemas y controles, de errores humanos, de fallos en la gestión o de perturbaciones derivadas de acontecimientos externos como desastres naturales, terrorismo y crisis sanitarias. Especial preocupación genera una caída de sistemas que imposibilitaría el seguimiento y gestión de los riesgos de una ECC o la realización de sus liquidaciones.

Riesgo legal

3.11 El riesgo legal se materializa cuando una parte incurre en pérdidas debido a leyes o reglamentos que no respaldan las normas y contratos de una ECC o los derechos de propiedad u otras prerrogativas a ella asociadas. Las ECC se enfrentan a diversos de estos riesgos que podrían aumentar considerablemente las pérdidas derivadas de un incumplimiento. Tal vez, el más significativo sea el riesgo de que el síndico de una quiebra pueda cuestionar el derecho de una ECC de cerrar o transferir posiciones o de liquidar los activos del agente que ha incumplido. En un contexto

transfronterizo, especialmente cuando existan enlaces entre distintas ECC, resulta más complicado evaluar el riesgo legal, porque en estos casos se aplica (o puede aplicarse) la legislación de más de una jurisdicción. Una ECC puede tener que enfrentarse a pérdidas debido a la aplicación de una ley distinta a la esperada. De este modo, el riesgo legal puede ampliar los riesgos que suele gestionar una ECC.

Métodos para la gestión del riesgo

Riesgo de crédito de contraparte y riesgo de liquidez

3.12 Las ECC disponen de una gama de herramientas para gestionar los riesgos a los que se enfrentan, cuya utilización depende de la naturaleza de sus obligaciones. No obstante, existe un conjunto de procedimientos comunes que muchas ECC aplican para gestionar el riesgo de crédito de la contraparte y el riesgo de liquidez. En líneas generales, estos procedimientos les permiten manejar sus riesgos limitando la probabilidad de que se produzcan incumplimientos, restringiendo las pérdidas potenciales y las presiones sobre la liquidez en caso de incumplimiento, y asegurando que haya recursos suficientes para cubrir pérdidas y para cumplir sus obligaciones de pago a su debido tiempo. Al diseñar estos procedimientos de gestión del riesgo, las ECC suelen generar incentivos para que sus usuarios gestionen ante todo sus propios riesgos de manera prudencial.

3.13 *Requisitos de participación.* La manera más sencilla de controlar los riesgos de liquidez y de crédito de la contraparte es negociar únicamente con agentes solventes, estableciendo para ello rigurosos estándares financieros de participación. Más común suele ser que los partícipes deban cumplir unos requerimientos mínimos de capital tanto para ser admitidos como para poder seguir participando. Estos requerimientos de capital suelen estar asociados al riesgo que presentan las actividades del partícipe o al ámbito que abarcan. Algunas ECC circunscriben la participación a empresas supervisadas, mientras que otras establecen como umbral una determinada calificación crediticia. En general, no suelen imponer exigencias de liquidez concretas para permitir la participación, aunque algunas ECC examinan la capacidad de sus usuarios potenciales para obtener financiación, en concreto, sus líneas de crédito bancario.

3.14 Dado que las posiciones que mantienen los partícipes pueden variar con rapidez, las ECC suelen contar con programas de transmisión de información y de seguimiento. Cuando las ECC pueden acceder a dicha información, estos programas complementan la información sobre sus usuarios obtenida a partir informes reguladores, ofreciendo al mismo tiempo una fuente inestimable de información en caso de que sus usuarios estén regulados en otra jurisdicción sobre la que no se tenga información reguladora, o simplemente cuando no estén regulados. Normalmente, las ECC vigilan el riesgo de sus partícipes y les exigen avisar con tiempo de cualquier deterioro pronunciado de su situación financiera, en cuyo caso, la ECC podría intensificar su vigilancia de las actividades del partícipe en cuestión e incluso imponer restricciones a sus operaciones.

3.15 Además de los requisitos de tipo financiero, algunas ECC establecen estándares de fiabilidad operativa para asegurar que el participante facilite a tiempo toda la información relativa a sus operaciones y pueda proseguir con sus transacciones incluso cuando quede interrumpido su sistema operativo principal.

3.16 *Límites a la posición o a la operación.* Algunas ECC imponen límites a la exposición a riesgos, a las posiciones o a las operaciones a fin de controlar las pérdidas potenciales en caso de incumplimiento³. Estos límites les permiten ejercer cierto control sobre la acumulación de posiciones por determinados partícipes, lo cual, junto con las oscilaciones de precios, determina las variaciones de la exposición de una ECC frente a sus usuarios. La eficacia de estos límites como herramientas de gestión del riesgo depende de cuándo se dispone de datos sobre las posiciones, datos que pueden ser prácticamente inmediatos en el caso de ciertos productos negociados electrónicamente. En

³ Los límites a la exposición al riesgo suelen imponerlos las ECC, mientras que los límites a la negociación o a la posición suelen aplicarlos los sistemas de negociación o los mercados. Al limitar la cuantía o el valor de las operaciones que puede realizar un mismo partícipe durante cualquier día hábil, se controla el grado de exposición de una ECC al riesgo de crédito de la contraparte.

cualquier caso, estos límites no permiten control alguno sobre los cambios en el grado de exposición debido a oscilaciones de precios.

3.17 *Exigencia de garantías.* No resulta razonable esperar que no se produzcan incumplimientos únicamente con los requisitos de participación, de modo que muchas ECC les exigen a sus participantes que proporcionen colateral para cubrir sus posiciones, con el fin de limitar pérdidas y presiones de liquidez en caso de que un partícipe incumpla sus obligaciones. Normalmente, una ECC exige a sus participantes que faciliten colateral (o garantías) para cubrir pérdidas potenciales futuras en sus posiciones abiertas. Estos requisitos a menudo se establecen para cubrir un alto porcentaje de posibles exposiciones a riesgos. En el caso de ECC para operaciones con derivados, estos requisitos se conocen con el nombre de exigencias de garantías (o márgenes exigidos)⁴. Igualmente, algunas ECC para mercados de efectivo exigen a sus partícipes proporcionar colateral para cubrir sus posiciones, llamándolo entonces “margen” o bien colocándolo en un conjunto conocido como fondo de compensación⁵. La herramienta más común de gestión del riesgo es la exigencia de colateral para proteger a una ECC frente a un alto porcentaje de pérdidas potenciales futuras a raíz de sus contratos con sus partícipes. En este informe, se utiliza la expresión “exigencias de garantías” para hacer referencia a tales requisitos.

3.18 La eficacia de las exigencias de garantías depende de la capacidad de la ECC para medir y gestionar la concentración de posiciones. Las ECC suelen valorar los contratos a precios de mercado y calcular las exposiciones que han ido surgiendo como resultado de las oscilaciones de precios desde la última valoración, exigiendo a sus usuarios que cubran estas nuevas exposiciones de una de las dos maneras siguientes: pueden exigir a sus usuarios que abonen en efectivo la cuantía de las pérdidas que ha sufrido la ECC, transfiriéndose entonces estos pagos a los usuarios cuyas posiciones se han revalorizado, o bien, las ECC pueden exigirles que provean colateral para cubrir pérdidas a precios de mercado, de tal modo que aquellos partícipes cuyas posiciones se hayan revalorizado no recibirán ningún pago explícito, sino que sus carteras quedarán sobre-colateralizadas, pudiéndose retirar ese exceso de colateral. Este tipo de pagos a menudo se conoce como pagos por variación de garantías. Sea cual sea el método utilizado (abono de efectivo o mantenimiento de colateral), se consigue eliminar o cubrir el grado actual de exposición al riesgo de la posición.

3.19 Los factores que determinan el grado de protección que ofrece cualquier sistema de garantías frente a pérdidas crediticias son: (1) los procedimientos para determinar el nivel de margen exigido, incluyendo el porcentaje de pérdidas potenciales que desea cubrir la ECC y la metodología utilizada para estimar sus pérdidas; (2) la frecuencia con la que se actualiza la información sobre la posición; (3) la frecuencia con la que la posición se valora a precios de mercado y se recaudan los pagos de garantías; y (4) la estabilidad de precios y la liquidez de los activos aceptados como garantía.

3.20 *Recursos financieros.* Los criterios de participación, los límites a las posiciones y los sistemas de márgenes representan un conjunto de técnicas que pueden emplear las ECC para cubrir los riesgos de crédito y de liquidez. A pesar de ofrecer un grado considerable de protección, las pérdidas en caso de incumplimiento de alguno de los partícipes pueden sobrepasar los recursos de dicho partícipe sobre los que tiene derecho una ECC, por diversos motivos. Las exigencias de garantías cubren gran parte de las oscilaciones probables de los precios, pero no se ajustan a cualquier variación de precios (en concreto, los movimientos en las colas de la distribución de probabilidad de oscilaciones de precios). Además, hasta que una ECC pueda liquidar las posiciones de un participante que haya incumplido, puede transcurrir más tiempo de lo inicialmente previsto al diseñar las herramientas de gestión del riesgo (por ejemplo, ante la falta de liquidez en los mercados). Asimismo, la parte que haya incumplido puede haber aumentado sus posiciones desde la última liquidación.

⁴ Algunas ECC llaman a esta exigencia de colateral garantía o margen “inicial”, mientras que otras prefieren garantía o margen “original”.

⁵ También se utiliza “fondo de compensación” para hacer referencia a los recursos con los que cuenta una ECC para cubrir pérdidas en términos generales, esto es, los recursos ofrecidos por un partícipe que se pueden utilizar para cubrir las pérdidas provocadas por el incumplimiento de otro (véase el análisis de “recursos financieros” en los párrafos 3.20 a 3.24 más adelante). Normalmente, un depósito de garantías sólo se puede utilizar para cubrir las pérdidas del agente que lo ha aportado.

3.21 Así pues, las ECC mantienen recursos para ofrecer protección frente a exposiciones a riesgos que no estén cubiertas por los activos del partícipe que incumple y para proporcionar liquidez mientras se ejecutan dichos activos. Estos recursos, junto con las herramientas de gestión del riesgo, determinan el nivel general de protección que ofrece el sistema y la manera en la que se distribuyen los riesgos y los costes entre los integrantes de una ECC. Algunas ECC mantienen un conjunto heterogéneo de recursos, a veces llamado fondo de compensación, destinado a cubrir tanto gran parte de las exposiciones más probables, como aquéllas que se produzcan como consecuencia de una coyuntura económica más inusual.

3.22 Muchas ECC utilizan pruebas de tensión (*stress tests*) para evaluar la adecuación y solidez de sus recursos financieros, para lo cual la ECC asume unas oscilaciones de precios mucho mayores de lo que los márgenes exigidos pueden cubrir. Examina de este modo la magnitud de las exposiciones no cubiertas por garantías que resultan de estas oscilaciones de precios y decide si cuenta con recursos suficientes para cubrir exposiciones resultantes de uno o más incumplimientos.

3.23 Los recursos financieros pueden ser activos mantenidos directamente por la ECC o derechos contingentes. Entre los primeros se cuentan el capital, reservas, garantías y fondos de compensación, mientras que los segundos se componen principalmente de derechos sobre los recursos de los partícipes. Por ejemplo, una ECC puede estar autorizada a gravar a partícipes que no hayan incumplido para cubrir pérdidas, o bien puede disfrutar de una garantía proporcionada por una organización matriz (ya sea de la propia ECC o de sus partícipes), o incluso de una póliza de seguro contra incumplimientos. El equilibrio entre recursos mantenidos directamente y derechos contingentes varía bastante dependiendo de la ECC en cuestión.

3.24 La liquidez de los recursos financieros y la manera en la que se mantienen también son relevantes, ya que las ECC suelen comprometerse a cumplir sus obligaciones sin dilación. Ahora bien, una ECC puede ser incapaz de movilizar parte de sus recursos dentro de una misma jornada de negociación, de modo que optará por líneas de crédito comprometidas que le permitan tomar prestado a cambio de sus activos, como parte de la planificación de sus necesidades de liquidez.

3.25 *Procedimientos en caso de incumplimiento (default)*. En caso de que se produzca el incumplimiento de alguna de las partes, la ECC debe adoptar medidas para eliminar sus posiciones frente a la parte que haya incumplido. Cuanto más tiempo permanezcan abiertas las posiciones de dicha parte, mayor será su exposición potencial al riesgo de crédito. En estos casos, la primera salvaguardia de la ECC es su capacidad de transferir, cerrar o cubrir con rapidez las posiciones del agente incumplidor. En este sentido, la ECC puede verse limitada por el tamaño de las posiciones que mantiene la parte que ha incumplido y por la liquidez de los mercados en las que se mantengan dichas posiciones. En el caso de que un partícipe también mantenga posiciones en nombre de sus clientes, éstas se transferirán normalmente a un agente que no haya incumplido o, en algunos casos, se cerrarán también las posiciones del cliente.

3.26 Las normas sobre ECC especifican el orden en el que se utilizarán los recursos en caso de incumplimiento. A fin de crear los incentivos adecuados para que los partícipes gestionen su propia exposición al riesgo, se recurrirá en primer lugar a los recursos del usuario en mora, es decir, la garantía que haya depositado en la ECC y a cualquier otro de sus activos sobre el que tenga algún derecho la ECC. Si dichos recursos no fueran suficientes para cubrir sus pérdidas, la ECC utilizará entonces sus recursos propios o los de partícipes que no hayan incumplido. La forma en la que se utilizan estos últimos varía bastante, pues algunas ECC recurren primero a los fondos de partícipes que realizaron operaciones con el usuario en mora mientras que otras mutualizan las pérdidas. Las normas de algunas ECC también dictan la utilización de diferentes conjuntos de fondos para incumplimientos dependiendo del producto donde se haya producido el incumplimiento.

3.27 Ninguna herramienta por sí sola permite a una ECC gestionar sus riesgos de crédito de la contraparte y de liquidez, sin olvidar que estos riesgos varían según el producto, el mercado o el participante del que se trate. Por ello, las ECC combinan diferentes herramientas para gestionar sus riesgos, optando por la combinación que mejor se adapte a sus circunstancias particulares.

Riesgo de liquidación bancaria

3.28 Algunas ECC eliminan el riesgo de liquidación bancaria utilizando el banco central emisor (es decir, el que emite la moneda en la que se realizan los pagos) como único banco de liquidación. De no ser así, la ECC seleccionará el banco o bancos de liquidación y los acuerdos contractuales que minimicen el volumen y duración de sus exposiciones frente a dichos bancos.

Riesgo de custodia

3.29 Al seleccionar con cuidado a sus custodios y al comprobar la calidad de los servicios de contabilidad y custodia que ofrecen, las ECC intentan limitar el riesgo de custodia. Resulta fundamental que los procedimientos del custodio protejan las garantías y otros activos que mantenga la ECC frente a los derechos de los acreedores del custodio. Normalmente, la ECC le exigirá al custodio que demuestre que cuenta con fuertes controles internos y que es capaz de movilizar con rapidez las garantías y activos que mantiene, en virtud de las instrucciones legítimas que se le han dado.

Riesgo de inversión

3.30 Las ECC se enfrentan a los riesgos de crédito, mercado y liquidez cuando invierten sus fondos propios y las garantías en efectivo depositadas por sus participantes. Para limitar estos riesgos, las ECC suelen establecer estándares para la solvencia de sus deudores y limitan la inversión a instrumentos relativamente líquidos. También es posible asegurar las inversiones o limitar la concentración de inversiones con el mismo deudor.

Riesgo operativo

3.31 Las ECC se enfrentan a riesgos operativos relacionados con el funcionamiento tanto de su personal como de sus sistemas. Entre las salvaguardias que suelen utilizarse se encuentran los programas para asegurar un grado adecuado de conocimientos, capacitación y supervisión de sus empleados, así como el establecimiento y revisión periódica de los procesos de control internos. Las salvaguardias operativas para las ECC también atañen la disponibilidad, conectividad y capacidad de sus sistemas informáticos y de comunicación, así como sus fuentes de datos y electricidad. Resulta fundamental que la ECC cuente con un plan de continuidad de la actividad para resolver situaciones que puedan poner en peligro las operaciones y para seguir cumpliendo sus obligaciones a lo largo del tiempo.

Riesgo legal

3.32 Las ECC gestionan el riesgo legal apoyándose en un marco jurídico bien fundamentado que respalde cada aspecto de sus operaciones y mediante una revisión minuciosa de la legislación vigente y del diseño de los contratos y normas que rigen a los participantes de la compensación, tanto al inicio de su actividad como de manera continua en adelante. Dependiendo del ordenamiento jurídico de la jurisdicción en la que se encuentre la ECC, la manera más eficaz de asegurar que existe una sólida base jurídica es a través de la legislación específica de la ECC. Por ejemplo, algunas jurisdicciones cuentan con leyes específicas que rigen la compensación de saldos o la capacidad de las ECC de adoptar ciertas medidas una vez se haya producido el incumplimiento de alguno de sus participantes. Otras herramientas que pueden emplearse para mitigar el riesgo legal son una redacción pormenorizada del conjunto de normas que rige una ECC y unos contratos que aseguren que las obligaciones de la ECC, de sus contrapartes y de sus agentes no admiten lugar a duda y que la legislación de las jurisdicciones pertinentes respalda la aplicación de dichas normas.

3.33 A medida que ha ido creciendo la participación transfronteriza y la liquidación de productos transfronterizos por parte de las ECC, así como los enlaces entre ECC, también ha aumentado la necesidad de analizar desde una perspectiva jurídica las diversas jurisdicciones. En algunos casos, las ECC pueden escoger la legislación que desean aplicar a sus contrapartes, mientras que en otros, puede existir un conflicto entre legislaciones. Para hacer frente a este tipo de riesgo legal, las ECC optan, en primer lugar, por adaptar sus normas y contratos según corresponda. Por ejemplo, si una ECC duda de que sus normas puedan ser respetadas en otra jurisdicción, puede exigir a los participantes de dicha jurisdicción que aporten más margen o que mantengan dicho margen sólo en la jurisdicción de la ECC.

4. Recomendaciones

Recomendación 1: Riesgo legal

Las ECC deberán contar con un marco jurídico bien fundamentado, que sea transparente y exigible y que cubra cada aspecto de sus actividades en todas las jurisdicciones pertinentes.

4.1.1 Cada aspecto de la gestión de riesgos y de las operaciones de una ECC han de estar respaldadas por un marco jurídico bien fundamentado. El ordenamiento jurídico (incluidas las leyes concursales en caso de quiebra) debe contemplar la compensación de saldos por novación o por oferta abierta, los procedimientos de incumplimiento, los acuerdos para el colateral y el fondo de compensación, el cumplimiento de las normas de la ECC con respecto a sus partícipes, la insolvencia de la ECC, la resolución de conflictos entre legislaciones y al acceso de la ECC a información acerca de los partícipes y, de manera directa o indirecta, también acerca de los clientes subyacentes. Asimismo, deberán estipularse claramente las leyes y reglamentos que atañen a las ECC, las normas, procedimientos y acuerdos contractuales propios de cada ECC, así como el momento en el que la ECC asume sus obligaciones; todo ello deberá establecerse de manera coherente con las disposiciones internas y estar a disposición de los partícipes y del público en general. Si el marco jurídico no estuviera suficientemente desarrollado, fuera opaco o resultara incoherente, el riesgo legal resultante socavaría la capacidad de la ECC para funcionar correctamente. Los agentes de los mercados financieros tendrán que enfrentarse al dilema de (1) utilizar una ECC que no cuente con toda la capacidad necesaria para evaluar su riesgo de participación, o bien (2) optar por no utilizar ninguna ECC. En ambos casos, pueden no materializarse los beneficios de una reducción del riesgo resultantes de la utilización de una ECC y, dependiendo de la gravedad de la deficiencia del marco jurídico, la propia actividad desempeñada por la ECC podría incluso provocar riesgo sistémico.

4.1.2 En la mayoría de las jurisdicciones, el concepto jurídico que le permite a una ECC convertirse en contraparte de una operación puede ser la novación o bien la oferta abierta. Mediante la novación, el contrato original entre el comprador y el vendedor se extingue y queda sustituido por dos nuevos contratos, uno entre la ECC y el comprador, y otro entre la ECC y el vendedor. Con el sistema de oferta abierta, la ECC se interpone de manera automática e inmediata en una transacción en el momento en el que el comprador y el vendedor se ponen de acuerdo. Si se cumplen todas las condiciones acordadas previamente, nunca llega a producirse una relación contractual entre el vendedor y el comprador con este último sistema. Tanto la novación como la oferta abierta le ofrecen al partícipe la certeza jurídica de que una ECC está obligada a realizar la liquidación, siempre que el ordenamiento jurídico respalde este método.

4.1.3 El marco jurídico debe respaldar las principales medidas que adopta la ECC para hacer frente a un incumplimiento o a una insolvencia, como son la transferencia y el cierre de las posiciones de un partícipe directo o indirecto. En caso de que alguno de sus usuarios incumpla sus obligaciones, la ECC deberá actuar con rapidez, si bien la ambigüedad en torno a la exigencia del cumplimiento de estos procedimientos podría retrasar (o incluso impedir) que una ECC adoptara las medidas necesarias para cumplir sus obligaciones con los partícipes que no han incumplido y para minimizar sus pérdidas potenciales. El Derecho concursal debe permitir que se aisle el riesgo y que se retenga y utilice el colateral (incluida la garantía) y los pagos de efectivo anteriormente abonados a la ECC, a pesar del incumplimiento o del inicio de acciones administrativas o concursales por parte de un participante o contra él.

4.1.4 El ordenamiento jurídico también debe permitir que una ECC establezca claramente su participación en el colateral (incluida la garantía). En general, los acuerdos de colateral incluyen ya sea una pignoración o una cesión de la titularidad. Cuando la ECC acepte una pignoración, deberá estar convencida de la validez con la que se ha creado y ejecutado la pignoración en la jurisdicción correspondiente, si fuera necesario. Cuando lo que se utilice sea la transferencia de la titularidad, la ECC deberá estar completamente segura de que se cumplirá tal y como se ha estipulado por escrito y que no se reformulará como una prenda no válida o no perfeccionada.

4.1.5 La existencia de un ordenamiento jurídico sólido facilitará la rápida redistribución del colateral en manos de la ECC en caso de que un participante incumpla sus obligaciones o se declare insolvente. Este aspecto resulta esencial, ya que cualquier retraso al utilizar el colateral puede impedir que la ECC cumpla sus obligaciones tal y como se espera. Esto se conseguirá siempre que pueda exigirse el cumplimiento de las normas, procedimientos y contratos para la gestión de una ECC y pueda garantizarse las obligaciones de sus partícipes, y a condición de que la ECC no vea

obstaculizada su capacidad de liquidar colateral y cerrar operaciones. Esto implica que las medidas adoptadas por la ECC en virtud de estas reglas y procedimientos no podrán interrumpirse, soslayarse o revocarse con posterioridad.

4.1.6 La exigencia del cumplimiento de los acuerdos para la compensación de saldos en una ECC también debe contar con una base jurídica sólida y transparente. La compensación de saldos (también llamada neteo) supone que las obligaciones de los socios o partícipes de una operación se contrarrestan. Es corriente que las ECC compensen de manera bilateral sus obligaciones con cada partícipe, ya que así se reduce la cantidad y el volumen de entregas y pagos necesarios para liquidar un conjunto de operaciones, al tiempo que disminuyen de manera significativa las pérdidas potenciales para una ECC en caso de que alguno de sus usuarios incumpla. Algunas ECC también compensan sus pérdidas y beneficios derivados del cierre de posiciones en diversos valores o derivados. Los acuerdos de compensación de saldos también han de poder exigirse frente a partícipes en quiebra, debiendo ser respaldados por el ordenamiento jurídico. Sin apoyos legales como éstos, las obligaciones netas pueden ser impugnadas en procesos administrativos o judiciales para insolvencias, y en caso de que tales impugnaciones tuvieran éxito, la ECC o sus usuarios podrían verse obligados a abonar sus adeudos en términos brutos, algo que podría tener efectos devastadores, ya que su cuantía podría ser muy superior a sus obligaciones netas.

4.1.7 El marco jurídico de una ECC también debe prever la firmeza de la liquidación. Para los sistemas de liquidación monetaria de una ECC, resulta fundamental determinar en qué momento se consideran firmes las transferencias de fondos entre las cuentas de la ECC y las cuentas de sus partícipes en los bancos utilizados a tal efecto. Las transferencias de fondos deben alcanzar su firmeza (irrevocable e incondicional) en cuanto se hayan efectuado (es decir, cuando se haya realizado el adeudo o abono en cuenta). La legislación vigente en cada jurisdicción debe avalar las disposiciones de los esquemas jurídicos que la ECC mantiene con sus bancos liquidadores con respecto a la firmeza de las operaciones. Igualmente, deberá existir una base jurídica nítida y eficaz para determinar la firmeza de las transferencias de los instrumentos financieros.

4.1.8 Cuando una ECC realiza operaciones más allá de sus fronteras mediante enlaces transfronterizos, partícipes remotos o la toma de colateral, las normas por las que se rige deben indicar claramente qué legislación será de aplicación para cada aspecto de sus operaciones. Deberán identificarse posibles conflictos entre legislaciones, que la ECC deberá solucionar cuando existan divergencias entre el Derecho sustantivo de la jurisdicción con intereses potenciales en las actividades de la ECC⁶. En estos casos, las normas de cada jurisdicción sobre conflictos entre legislaciones deberán especificar los criterios que se utilizarán para determinar qué ley resulta de aplicación para cada actividad. Las ECC deben tener en cuenta los conflictos entre legislaciones a la hora de estructurar sus normas y seleccionar la legislación por la que se regirán. Tanto los operadores de la ECC como sus usuarios deben estar informados de las restricciones que se aplican a su capacidad para elegir el ordenamiento que habrá de gobernar su sistema. Las jurisdicciones no suelen permitir que las ECC ni sus partícipes soslayen, por medio de un contrato, la política pública fundamental que rige dicha jurisdicción.

4.1.9 La ECC y las autoridades reguladores pertinentes deben organizar y autorizar las ECC de tal modo que les permitan aprovechar todas las protecciones jurídicas disponibles en la jurisdicción. Con independencia de cuál sea su organización o su situación reguladora, las ECC deben contar con la potestad necesaria para establecer criterios para el acceso directo a sus servicios y denegárselo a entidades que no los cumplan. Asimismo, las restricciones en materia jurídica, reguladora y de confidencialidad no deben impedir que los agentes del mercado proporcionen información sobre sí mismos que sea pertinente para su participación en una ECC.

Aspectos clave

1. Las leyes y reglamentos que rigen el funcionamiento de una ECC, así como sus propias normas, procedimientos y disposiciones contractuales con sus usuarios, han de estar claramente

⁶ En este sentido, se recomiendan las deliberaciones de la Conferencia de La Haya sobre Derecho Internacional Privado en relación con la promulgación de una Convención sobre la Ley Aplicable a los Derechos de Propiedad en Valores Mantenedos de Forma Indirecta.

estipuladas, ser coherentes internamente y estar a disposición de sus usuarios y del público en general.

2. El ordenamiento jurídico debe proporcionar un alto grado de seguridad con respecto a cada aspecto del funcionamiento de la ECC y de sus procesos para la gestión del riesgo.

3. Las normas, procedimientos y contratos de una ECC deberán ser exigibles cuando algún usuario de la ECC incumpla sus obligaciones de pago o se declare insolvente. Deberá existir un alto grado de certeza que asegure que las acciones adoptadas en virtud de dichas normas y procedimientos no puedan ser posteriormente interrumpidas, soslayadas o revocadas.

4. Las ECC deben identificar y solucionar posibles conflictos entre legislaciones a raíz de acuerdos transfronterizos.

Preguntas clave

1. Las leyes y reglamentos que rigen el funcionamiento de una ECC, así como sus propias normas, procedimientos y disposiciones contractuales para sus usuarios, ¿se encuentran claramente estipuladas, son coherentes internamente y están a disposición de sus usuarios y del público en general?

2. ¿Asegura el marco legal un alto grado de certeza en cuanto a la existencia de unos fundamentos jurídicos claros y eficaces sobre:

- la función de la ECC como contraparte, incluyendo el fundamento legal para la novación o la oferta abierta?
- el momento en el que la ECC asume sus responsabilidades?
- los acuerdos de compensación de saldos (o neteo)?
- la participación de la ECC en el colateral (incluida la garantía) que el participante le ha pignorado o transferido?
- los procedimientos para casos de incumplimiento (*default*)?
- la firmeza de las transferencias de fondos e instrumentos financieros?
- otros aspectos significativos de las operaciones de la ECC, de sus procedimientos de gestión del riesgo y otras normas relacionadas?

3. ¿Puede exigirse el cumplimiento de las normas, procedimientos y contratos de una ECC cuando alguno de sus usuarios incumpla sus obligaciones de pago o se declare insolvente? ¿Existe un alto grado de certeza que asegure que las acciones adoptadas en virtud de dichas normas y procedimientos no puedan ser posteriormente interrumpidas, soslayadas o revocadas?

4. ¿Existe un nivel considerable de participación transfronteriza en la ECC? ¿Ha determinado la ECC si existen otras jurisdicciones relevantes a la hora de determinar la adecuación del marco jurídico? ¿Se ha evaluado dicho marco para las demás jurisdicciones pertinentes? ¿Respaldan las leyes y reglamentos el diseño de cualquier acuerdo transfronterizo y proporcionan la protección adecuada a las dos ECC que participan en tal acuerdo? ¿Se ha producido algún conflicto entre legislaciones y, en ese caso, se ha solucionado? ¿Se han evaluado los acuerdos transfronterizos de colateral?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*

(a) Las leyes y reglamentos que rigen el funcionamiento de una ECC, así como sus propias normas, procedimientos y disposiciones contractuales para sus usuarios, están claramente estipuladas, son coherentes internamente y están a disposición de sus usuarios y del público en general. (P1)

(b) El ordenamiento jurídico presenta un alto grado de certeza en cuanto a la claridad y eficacia de los fundamentos jurídicos en los que se asientan todas las operaciones y procesos de gestión del riesgo de la ECC. (P2)

- (c) Puede exigirse el cumplimiento de las normas, procedimientos y contratos de la ECC incluso en caso de insolvencia de alguno de sus usuarios , y existe un alto grado de certeza en cuanto a que las medidas adoptadas en virtud de dichas normas y procedimientos no podrán ser interrumpidas, soslayadas o revocadas. (P3)
 - (d) La ECC ha identificado las jurisdicciones pertinentes en las que cuenta con acuerdos transfronterizos y ha adoptado las medidas necesarias para solucionar cualquier conflicto entre jurisdicciones, o bien no es necesario solucionar ningún conflicto ya que la participación transfronteriza es prácticamente insignificante. (P4)
2. *Se cumple en general*
- (a) 1(a), 1(b) y 1(c) se cumplen con tan sólo pequeñas excepciones, que no socavan la seguridad y solidez de la ECC. (P1, P2 y P3)
 - (b) No se cumple 1(d). (P4)
3. *Se cumple parcialmente*
- (a) El marco legal no demuestra un alto grado de protección jurídica para ciertos aspectos del funcionamiento o de la gestión de riesgos de la ECC, los cuales, si bien revisten importancia y plantean ciertos riesgos, no ponen en peligro la seguridad y solidez generales de la ECC. (P2)
 - (b) O bien: existen casos en los que las normas, procedimientos y contratos de la ECC pueden no ser exigibles legalmente en caso de incumplimiento o insolvencia de alguno de sus partícipes, si bien las actuaciones de la ECC no pueden ser interrumpidas, ni soslayadas ni revocadas. (P3)
4. *No se cumple*
- (a) El marco legal no cubre ciertos aspectos del funcionamiento y la gestión de riesgos de la ECC, lo que conlleva riesgos para la seguridad y solidez generales de la ECC. (P2)
 - (b) O bien: no se ha podido demostrar la certeza de que las normas y contratos de la ECC puedan ser legalmente exigidos en caso de incumplimiento o insolvencia de alguno de los partícipes de la ECC, o las acciones de la ECC pueden quedar interrumpidas, soslayadas o revocadas. (P3)

Notas explicativas

1. Además de respaldar las principales actividades de una ECC descritas en esta sección, un marco jurídico bien desarrollado también debe contar con una legislación bien definida para el Derecho de la propiedad, contractual, de valores, fiduciario, concursal y tributario. Asimismo, deberá permitir el acceso relativamente rápido a los tribunales y (en su caso) a los sistemas de arbitraje, generar sentencias judiciales firmes y ofrecer un mecanismo relativamente sencillo para hacer cumplir los fallos.
2. Al evaluar el riesgo legal, se suele utilizar la expresión “alto grado de certeza/seguridad”, ya que los estatutos y normas a menudo no se han corroborado en los tribunales, de modo que tanto las ECC como sus usuarios suelen basarse en las opiniones de los expertos en jurisprudencia para estimar el resultado probable de cualquier impugnación al ámbito de tales disposiciones y a la exigencia de su cumplimiento.

Recomendación 2: Criterios de participación

Las ECC deberán exigir a sus partícipes que cuenten con suficientes recursos financieros y con una sólida capacidad operativa, de manera que puedan cumplir las obligaciones derivadas de su participación en la ECC. Para ello, deberán establecer procedimientos que les permitan comprobar el continuo cumplimiento de dichos requisitos, que deberán ser objetivos, públicos y conducentes a una participación justa y abierta.

4.2.1 Para controlar los riesgos a los que se ven expuestas, las ECC intentan operar sólo con contrapartes que sean sólidas y fiables. Los criterios de participación establecidos por una ECC son

su principal herramienta para asegurar que sus usuarios cuentan con suficientes recursos financieros y con una capacidad operativa sólida que les permitan cumplir las obligaciones derivadas de su participación en la ECC. Estos criterios deberán estar claramente detallados y a disposición del público, en aras de una mayor certeza y transparencia. Para evitar que se discrimine en contra de ciertos usuarios y se distorsione la competencia, los requisitos para la participación deberán ser objetivos y evitar que se restrinja la competencia mediante criterios innecesariamente restrictivos, permitiéndose así un acceso justo y abierto dentro del ámbito de los servicios ofrecidos para la ECC⁷. Deberán evitarse los criterios de participación que limiten el acceso por motivos distintos al riesgo. Así, por ejemplo, no es probable que se considere aceptable impedir al acceso a participantes por no ser residentes, excepto cuando existan dudas razonables de que las reglas del sistema pueden ser vinculantes para los residentes de otras jurisdicciones o cuando el acceso remoto pueda exponer a una ECC a riesgos inaceptables que no puedan mitigarse de forma razonable. La ECC podría incluir entre sus criterios otras indicaciones sobre el riesgo asumido, como por ejemplo, si una institución está supervisada o no, aunque estas precisiones deberán circunscribirse a los riesgos que gestiona la ECC.

4.2.2 Con el fin de reducir la probabilidad de incumplimiento de sus usuarios y asegurar el cumplimiento oportuno de todos ellos, la ECC deberá establecer rigurosos criterios financieros de participación. En general, suele exigírseles que cumplan con los requerimientos mínimos de capital, si bien algunas ECC imponen niveles de capital más restrictivos cuando las participaciones de los usuarios son considerables o si el participante es un miembro liquidador. Los criterios de capital para la participación también pueden tener en cuenta los tipos de productos que se compensan en una ECC, o incluso pueden imponerse estándares como una calificación crediticia mínima o garantías por parte de la sociedad matriz.

4.2.3 Las ECC deben establecer criterios que aseguren que los usuarios disponen de una sólida capacidad operativa con procedimientos adecuados para la gestión de riesgos, de tal manera que los partícipes puedan cumplir a tiempo sus obligaciones con la ECC. Dichos requisitos deben asegurar que los partícipes puedan procesar los volúmenes y los valores esperados dentro de los plazos estipulados, incluso en horas punta o días de gran actividad. Además, deberán contar con sistemas que les permitan cumplir con sus obligaciones de colateral, pago o entrega frente a la ECC. Asimismo, deberán asegurarse del cumplimiento de sus requisitos mediante el análisis de la capacidad operativa y de las políticas de gestión del riesgo aplicadas por la alta dirección de sus partícipes y por la auditoría interna independiente. Las ECC también pueden exigir a sus partícipes expuestos a mayores riesgos que muestren un mayor grado de solidez operativa que otros partícipes, ya que si alguno de estos partícipes llegara a quebrar, el impacto en todo el mercado sería mayor que si se tratara de un partícipe que posiciones poco significativas.

4.2.4 Las ECC deberán cerciorarse de que los consejeros y directivos de sus clientes cumplen los requisitos de adecuación e idoneidad prescritos. En caso de que el cliente sea una entidad regulada, es posible que este aspecto ya haya sido examinado por las autoridades públicas.

4.2.5 Las ECC habrán de contar con procedimientos adecuados y recursos suficientes para realizar un seguimiento eficaz del cumplimiento continuo de sus requisitos de participación⁸. Deberán estar autorizadas a recibir información precisa y oportuna sobre el cumplimiento de las normas por parte de sus usuarios, ya sea accediendo a los informes reguladores que éstos presentan a las autoridades de regulación (cuando la ley lo permita) o contactando directamente con los partícipes. Se les exigirá que informen de cualquier novedad que pueda impedirles cumplir los criterios de participación, pudiendo imponer la ECC condiciones más restrictivas para determinados usuarios cuando estime que presentan un elevado riesgo. Algunas ECC también ostentan la autoridad necesaria para realizar inspecciones *in situ* a sus partícipes. Además, deberán contar con procedimientos (a disposición del público) para la suspensión y salida ordenada de aquellos partícipes que ya no cumplan los requerimientos de participación.

⁷ Por ejemplo, a una ECC que sólo preste sus servicios a agentes del mercado al por mayor no se le exige que también se los ofrezca a agentes del mercado minorista.

⁸ Se exige que la ECC vigile el cumplimiento de sus criterios de participación, lo cual no debe interpretarse como que la ECC deba desempeñar una función reguladora más allá de dichos requisitos. Cuando corresponda, la ECC puede ayudarse de las labores de supervisión que realizan los reguladores del partícipe en cuestión, lo cual no le impide realizar sus propias acciones de debida diligencia.

Aspectos clave

1. Para garantizar el cumplimiento oportuno de todos sus usuarios, la ECC debe establecer criterios de participación que aseguren que los partícipes cuentan con suficientes recursos financieros y con una sólida capacidad operativa.
2. La ECC deberá contar con procedimientos para comprobar el cumplimiento continuo de los requisitos de participación, ya sea accediendo a los informes reguladores que presentan los partícipes o bien directamente, cuando no estén disponibles estos informes o no contengan la información necesaria.
3. Los criterios de participación serán objetivos y permitirán un acceso justo y abierto, debiéndose evitar aquellos requisitos que restrinjan el acceso por motivos distintos del riesgo. Estos criterios, inclusive los sistemas para la salida ordenada de los partícipes, deberán enunciarse claramente y estar a disposición del público.

Preguntas clave

1. ¿Ha establecido la ECC criterios relativos a la solidez financiera y solvencia de sus partícipes? De ser así, ¿cómo lo ha hecho? ¿Qué factores se han tenido en cuenta (por ejemplo, tamaño, compensación para usuarios indirectos, productos compensados)? ¿Evalúa la ECC la capacidad operativa de sus partícipes? De ser así, ¿cómo lo hace? ¿Qué factores se tienen en cuenta: acuerdos para cumplir las obligaciones de pago, políticas para la gestión del riesgo, selección de empleados, auditoría interna de los controles del riesgo y de los sistemas informáticos?
2. ¿Realiza la ECC un seguimiento del continuo cumplimiento de los criterios de participación? De ser así, ¿cómo lo hace? ¿Accediendo a los informes reguladores o de forma directa? ¿Son estos informes lo suficientemente actuales como para permitir el seguimiento? ¿En qué condiciones puede la ECC suspender y cancelar la participación de sus usuarios? ¿Qué acuerdos ha establecido el sistema para facilitar la suspensión y salida ordenada de aquellos miembros que dejen de cumplir los requisitos de participación?
3. ¿Limitan los criterios de participación el acceso por motivos distintos del riesgo? ¿Son objetivos dichos criterios y permiten un acceso justo y abierto? ¿Están estos criterios, incluidos los sistemas para la salida ordenada de los partícipes, claramente enunciados y se encuentran a disposición del público?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) Para asegurar el cumplimiento oportuno de todos sus usuarios, la ECC establece criterios de participación que aseguran que los partícipes cuentan con suficientes recursos financieros y con una sólida capacidad operativa. (P1)
 - (b) Las ECC deberán establecer procedimientos que les permitan comprobar el continuo cumplimiento de dichos requisitos. (P2)
 - (c) (i) Los requisitos para la participación son objetivos y permiten un acceso justo y abierto a los servicios ofrecidos por la ECC, evitándose la restricción de la competencia por motivos distintos del riesgo; y (ii) estos criterios están claramente enunciados y se encuentran a disposición del público. (P3)
2. *Se cumple en general*
 - (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
 - (b) Se cumple 1(c)(i) pero no se cumple totalmente 1(c)(ii). Algunos de los criterios de participación no están a disposición del público. (P3)
3. *Se cumple parcialmente*
 - (a) 1(a) y 1(b) se cumplen (P1 y P2), pero 1(c) no se cumple. (P3)

- (b) O bien, 1(b) y 1(c) se cumplen (P2 y P3), pero 1(a) no se cumple por completo al existir deficiencias en algunos de los criterios relativos a la capacidad financiera y operativa de los partícipes. (P1)

4. *No se cumple*

- (a) No se cumple 1(a). (P1)
- (b) O bien, 1(b) no se cumple (P2)

Recomendación 3: Estimación y gestión de las posiciones crediticias

Las ECC deberán calcular sus posiciones crediticias frente a sus partícipes al menos una vez al día. Mediante exigencias de garantías u otros mecanismos de control (o ambos), deberán limitar su exposición a pérdidas potenciales por el impago de sus usuarios en condiciones de mercado normales, de modo que sus operaciones no se vean alteradas y los usuarios que no incumplan no se vean expuestos a pérdidas imposibles de anticipar o controlar.

4.3.1 Para manejar eficazmente sus posiciones crediticias (exposición al riesgo de crédito) frente a sus contrapartes, la ECC deberá ser capaz de calcularlas. Para ello, deberá estimar el precio de mercado actual de los contratos vigentes de cada partícipe y, en la medida en que lo permitan las normas de la ECC y la legislación pertinente, compensar las ganancias con las pérdidas. El riesgo para la ECC es que su exposición al partícipe varíe a causa de oscilaciones en los precios, en las posiciones o en ambos. Una oscilación adversa de los precios puede aumentar con rapidez la exposición que mantiene la ECC frente a sus partícipes⁹. Asimismo, es posible que éstos aumenten rápidamente sus posiciones mediante nuevas operaciones, si bien algunos mercados imponen límites a la negociación o a la posición a fin de reducir el riesgo.

4.3.2 Así pues, la ECC deberá volver a calcular su exposición frente a sus partícipes con cierta frecuencia, a partir de información actual sobre los precios de mercado y considerando el tamaño y concentración de sus posiciones, con el fin de asegurar que sus estimaciones son precisas. La frecuencia de estos cálculos dependerá de la volatilidad de precios en los mercados a los que la ECC presta sus servicios y de la posibilidad de que sus usuarios acumulen posiciones con rapidez en esos mercados. Esto último dependerá a su vez de la liquidez de los mercados y de si éstos imponen y exigen límites de negociación o de posición. En cualquier caso, la ECC deberá estimar su grado de exposición al menos una vez al día y deberá contar con la capacidad operativa necesaria para hacerlo durante el transcurso de la jornada (intradía), ya sea de forma rutinaria o como mínimo cuando se sobrepasen los umbrales establecidos (por ejemplo, cuando el precio de mercado supere el intervalo fijado o cuando uno o más partícipes acumulen grandes posiciones a lo largo del día).

4.3.3 La ECC no sólo deberá ser capaz de estimar su grado de exposición frente a sus usuarios, sino que también deberá adoptar las medidas que resulten necesarias a partir de dichas estimaciones. Como se analiza en la Recomendación 5, la ECC deberá mantener recursos financieros suficientes para asegurar el continuo cumplimiento de sus obligaciones a su debido tiempo, incluso en caso de incumplimiento del usuario que mantiene la mayor posición, en situaciones extremas pero plausibles. Sin mecanismos que restrinjan su exposición potencial, la ECC no podría cumplir dichos requisitos, a menos que pudiera aumentar con rapidez sus recursos financieros, algo que podría resultar complicado en tales circunstancias. Además, también deberá asegurar que el incumplimiento de alguno de sus partícipes en condiciones de mercado normales no resultaría en pérdidas que alterarían las operaciones de la ECC o del resto de partícipes. Algunas EC mutualizan las pérdidas derivadas del incumplimiento utilizando los recursos de aquellos usuarios que no han incumplido, los cuales podrían verse expuestos a graves riesgos imposibles de controlar a menos que existiera algún mecanismo para que la ECC pueda limitar sus posiciones crediticias sin colateral frente a sus partícipes.

⁹ Los límites de precios o la suspensión temporal de la negociación pueden retrasar el ajuste de los precios de mercado, pero apenas hay pruebas de que puedan reducir el tamaño del ajuste último que se produce una vez reanudada la negociación.

4.3.4 Con el fin de facilitar el cumplimiento de la Recomendación 5 y de evitar que se altere el buen funcionamiento de una ECC o de sus partícipes que no hayan incumplido, la ECC deberá disponer de mecanismos para limitar su exposición a sus usuarios, de manera que, al cerrar las posiciones de cualquier de sus partícipes en condiciones de mercado normales, el resto de usuarios no se vea expuesto a pérdidas imposibles de anticipar o controlar. Esta recomendación no restringe en modo alguno la capacidad de la ECC de utilizar sus recursos financieros, tal y como establece la Recomendación 5, o de aplicar sus procedimientos para casos de impago, según se establece en la Recomendación 6.

4.3.5 El mecanismo más habitual para protegerse frente a posibles pérdidas derivadas del incumplimiento de algún partícipe consiste en exigir que éstos depositen un margen proporcional al riesgo que presentan sus posiciones¹⁰, que en caso de incumplir sus obligaciones, se utilizará para cubrir pérdidas antes de recurrir a ninguna otra fuente (Recomendación 6). Muchas son las ECC que también controlan la acumulación de posiciones exigiendo la liquidación frecuente (diaria o intradía) de las pérdidas y ganancias mediante el pago de efectivo. De hecho, la exigencia de garantías intenta asegurar que, en una coyuntura de mercado normal, las pérdidas producidas por el cierre de las posiciones del participante que haya incumplido puedan quedar cubiertas con la garantía constituida por dicho participante. En los mercados de derivados y en otros mercados con contratos de larga duración o intrínsecamente apalancados, las exigencias de garantías basadas en el riesgo son esenciales para que la ECC limite sus posiciones crediticias de manera efectiva (véase Recomendación 4). Se entiende que una ECC que exija estos márgenes de conformidad con la Recomendación 4 también cumple el segundo aspecto principal de esta recomendación, que exige que limite su grado de exposición al riesgo de crédito mediante mecanismos de control de riesgos.

4.3.6 Algunas ECC que operan en mercados de efectivo caracterizados por ciclos de liquidación relativamente cortos y fijos (es decir, T+1, T+2 o T+3) utilizan mecanismos de control del riesgo distintos de las exigencias de garantías para alcanzar el mismo resultado. Los mercados en los que opera la ECC pueden imponer límites de negociación o de posición con el fin de evitar la acumulación de exposiciones¹¹. Una ECC que preste servicios de contraparte en contratos a corto plazo puede utilizar un análisis de sus oscilaciones históricas de precios, de su capacidad (o la del mercado al que sirve) para limitar la acumulación de posiciones, y de sus normas y recursos, para demostrar que sus operaciones no se verán perturbadas y que los partícipes que no incumplan no se verán expuestos a pérdidas imposibles de anticipar o controlar. En este análisis podrán incluirse los recursos de dichos partícipes, siempre que cualquier pérdida que se les asigne esté sujeta a límites absolutos o que puedan controlar de algún otro modo dicha asignación. Independientemente de la combinación de mecanismos de control del riesgo utilizada, si una ECC no utiliza exigencias de garantías basadas en el riesgo, tendrá que demostrar que el método que aplica es sólido en caso de oscilaciones repentinas de los precios o de incrementos de las posiciones en el mercado para el que trabaja.

Aspectos clave

1. Las ECC calcularán sus posiciones frente a sus partícipes al menos una vez al día y deberán ser capaces de hacerlo a lo largo del día, ya sea de forma rutinaria o como mínimo cuando se sobrepasen los umbrales establecidos. La información sobre los precios de mercado y las posiciones de los partícipes que se utilice para calcular la exposición de la ECC deberá ser actual.

2. Mediante exigencias de garantías u otros mecanismos de control (o una mezcla de ambos), la ECC deberá asegurar que cuenta con la protección necesaria para limitar sus pérdidas potenciales en caso de incumplimiento de sus usuarios, de modo que el cierre de las posiciones de cualquiera de sus partícipes en condiciones de mercado normales no altere sus operaciones ni exponga al resto de partícipes a pérdidas imposibles de anticipar o controlar. En el caso de contratos de larga duración o intrínsecamente apalancados, la ECC utilizará exigencias de garantías que sean conformes a la Recomendación 4.

¹⁰ Como se detalla en la Sección 3 y en la Recomendación 4, algunas ECC utilizan una terminología distinta para hacer mención a la herramienta de gestión del riesgo que aquí se ha denominado "exigencia de garantías".

¹¹ Tanto en los mercados de derivados como en los de efectivo, puede optarse por combinar distintas medidas. Los límites a la posición también se utilizan en los mercados de derivados para mitigar riesgos, mientras que algunos mercados de efectivo también pueden aplicar garantías para reforzar sus límites de posición u otros controles.

Preguntas clave

1. ¿Con qué frecuencia estima la ECC su exposición frente a cada uno de sus partícipes? ¿Es capaz de calcular sus posiciones intradía? ¿Qué antigüedad presenta la información sobre precios y posiciones utilizada en estos cálculos?
2. ¿Cómo limita la ECC su exposición a pérdidas potenciales derivadas del incumplimiento de sus participantes? Cuando se utilicen exigencias de garantías, ¿se ajustan a lo estipulado en la Recomendación 4? De no ser así, cómo asegura la ECC que el cierre de las posiciones de cualquier partícipe en una coyuntura normal de mercado no afecte a sus operaciones ni exponga al resto de partícipes a pérdidas imposibles de anticipar o controlar?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) (i) Las posibles exposiciones frente a cada partícipe se calculan al menos una vez al día, y la información en la que se basa el cálculo es actual. (ii) La ECC es capaz de recalculer sus posiciones a lo largo de la jornada, ya sea de manera rutinaria o cuando se sobrepasen los umbrales establecidos. (P1)
 - (b) La ECC cumple la Recomendación 4 **o bien** cuenta con recursos u otros mecanismos de control del riesgo para limitar su exposición a pérdidas potenciales por el impago de sus usuarios en condiciones de mercado normales, de modo que sus operaciones no se vean alteradas y que los usuarios que no incumplan no se vean expuestos a pérdidas imposibles de anticipar o controlar. (P2)
2. *Se cumple en general*
 - (a) Se cumple 1(a)(i). (P1)
 - (b) No se cumple 1(a)(ii). (P1) **o bien** 1(b) no se cumple completamente. La ECC cumple en general la Recomendación 4 o existen pequeñas deficiencias en otros mecanismos de control del riesgo. (P2)
3. *Se cumple parcialmente*
 - (a) Se cumple 1(a)(i). (P1)
 - (b) No se cumple 1(b). La ECC no cumple Recomendación 4 o lo hace sólo en términos muy generales **y** no ha demostrado que dispone de recursos y otros mecanismos de control del riesgo que aseguren que, en caso de cierre de posiciones de alguno de sus partícipes en condiciones normales de mercado, el resto de sus operaciones no se verán afectadas y que los demás partícipes no sufrirán pérdidas que no puedan anticipar o controlar. (P2)
4. *No se cumple*
 - (a) No se cumple 1(a)(i). (P1)

Notas explicativas

1. Por condiciones normales o habituales del mercado se entienden oscilaciones de precios que modifican las posiciones en tal medida que se prevé que sólo en un 1% de las ocasiones se incumplan las exigencias de garantías u otros mecanismos de control del riesgo, es decir, en promedio, sólo ocurrirá en una de cada cien operaciones. Por ejemplo, en el caso de un contrato para adquirir activos, la coyuntura normal de mercado es una serie de circunstancias que resulta en oscilaciones de precios iguales o superiores al primer percentil de la distribución de oscilaciones potenciales en el valor del contrato a lo largo del intervalo en el que se acumulan las posiciones. Esta recomendación no estipula qué cantidad de datos históricos puede utilizarse para determinar este nivel, pues dependerá de cada mercado y de cada momento. Por ejemplo, si aumenta la volatilidad, la ECC puede optar por utilizar un intervalo corto que refleje mejor la nueva y mayor volatilidad de los mercados.

Recomendación 4: Exigencias de garantías

Cuando las ECC decidan exigir garantías para limitar su exposición a los participantes, dichos márgenes deberán ser suficientes para cubrir las posiciones potenciales en condiciones de mercado normales. Los modelos y parámetros utilizados para establecer exigencias de garantías deberán basarse en el nivel de riesgo y ser revisados periódicamente.

4.4.1 Numerosas ECC exigen que se deposite un margen como garantía para limitar así la acumulación de posiciones crediticias y crear un conjunto de recursos destinado a cubrir pérdidas en caso de incumplimiento de alguno de los participantes en condiciones normales de mercado. En el caso de contratos de larga duración o intrínsecamente apalancados, la ECC deberá utilizar exigencias de garantías, aunque también se utilizan en los mercados de efectivo que han comenzado a operar en los últimos años¹².

4.4.2 Al establecer las garantías exigidas (márgenes), la ECC deberá utilizar modelos y parámetros que recojan las características de riesgo de los productos compensados (incluyendo la volatilidad de precios histórica, la liquidez del mercado y si los productos presentan una evolución de precios no lineal) y que tengan en cuenta el intervalo entre recaudación de garantías. Estos modelos y parámetros deberán ser revisados y comprobados con regularidad (al menos, con periodicidad trimestral) para determinar la fiabilidad de la metodología para conseguir la cobertura deseada, si bien en momentos de turbulencia en el mercado, estas revisiones se realizarán con mayor frecuencia. El proceso para establecer las garantías deberá aprobarlo la alta dirección de la ECC responsable del riesgo.

4.4.3 Los requisitos de garantías suponen un coste de oportunidad para los participantes de la ECC, de modo que ésta deberá conseguir un equilibrio entre una mayor autoprotección y unos mayores costes de oportunidad para sus clientes. Por ello, los requisitos de garantías no están diseñados para cubrir el riesgo de precios en cualquier circunstancia. No obstante, la ECC deberá estimar el intervalo entre la última recaudación de la garantía antes del incumplimiento y la liquidación de posiciones en un producto concreto, debiendo mantener un margen suficiente para cubrirse frente a pérdidas potenciales a lo largo de dicho intervalo en una coyuntura de mercado normal.

4.4.4 Para mitigar los riesgos a lo largo de la jornada, la ECC deberá contar con la autoridad y capacidad operativa necesarias para solicitar garantías intradía, como mínimo cuando se incumplan los umbrales prescritos (por ejemplo, cuando las oscilaciones de precios superen estos umbrales o cuando uno o más usuarios acumulen grandes posiciones durante la jornada). Algunas ECC prestan servicios en mercados en los que las posiciones pueden cambiar de manera radical a lo largo del día, debido a la actividad negociadora de los participantes o a la volatilidad de precios. En tales casos, la ECC deberá vigilar las posiciones intradía (Recomendación 3) y limitar la acumulación de pérdidas potenciales derivadas de las posiciones mediante exigencias de garantías intradía tanto de manera rutinaria como extraordinaria.

4.4.5 Al calcular las exigencias de márgenes, la ECC puede permitir la compensación o reducción de garantías entre productos en los que actúa como contraparte, siempre que el riesgo de oscilación de precios de uno de los productos esté correlacionado (de manera significativa y fiable) con el precio del otro. Dicha compensación deberá estar basada en una metodología creíble desde un punto de vista económico, en la que quede reflejado el grado de correlación de precios entre los productos.

4.4.6 Dada la importancia de las garantías en caso de incumplimiento, la ECC debe estar segura de su valor en caso de liquidación, además de poder obtener dicho valor con rapidez. En líneas generales, la ECC deberá circunscribir los activos que acepta como margen a aquellos con una elevada liquidez¹³ y deberá valorarlos diariamente a precios de mercado. Habrá que aplicar descuentos a los valores de mercado de estos activos con el fin de reflejar adecuadamente su posible pérdida de valor a lo largo del intervalo entre la última valoración y el momento en el que se entiende que se ha producido su liquidación; estos descuentos deberán revisarse de manera periódica. En el caso de que los precios del mercado no se ajusten al valor razonable, la ECC debe poder actuar con

¹² Algunas ECC se refieren a estas exigencias como "criterios para fondos de compensación". Véase la Sección 3 para saber más sobre esta metodología.

¹³ En determinadas circunstancias, pueden aceptarse activos menos líquidos, como las acciones subyacentes en una opción sobre dicha acción, incluso aunque la acción no sea demasiado líquida.

discrecionalidad para valorar las garantías según sus métodos establecidos. Cuando una ECC acepte activos en moneda extranjera como margen, habrá de tener en cuenta cualquier riesgo de divisas. Además, para asegurarse de poder liquidar con rapidez los activos depositados como margen con las menores consecuencias posibles, la ECC podrá limitar su concentración en determinados activos (como valores emitidos por deudores individuales).

Aspectos clave

1. Las exigencias de garantías deberán ser suficientes para cubrir posibles pérdidas durante el intervalo entre la última recaudación de la garantía antes del incumplimiento y la liquidación de posiciones, en una coyuntura de mercado normal. Los modelos y parámetros utilizados para determinar las garantías exigidas se basarán en las características de riesgo que presenten los productos compensados, teniendo en cuenta el intervalo entre recaudaciones de garantías y comprobando de forma periódica su capacidad para alcanzar la cobertura deseada.
2. La ECC deberá contar con la autoridad y capacidad operativa necesarias para exigir garantías a lo largo de la jornada, con el fin de reducir su exposición al riesgo a partir de nuevas posiciones o de cambios en los precios.
3. Los activos aceptados en concepto de garantías deberán limitarse a instrumentos de elevada liquidez (a excepción de lo estipulado en la nota al pie de página 13). Se aplicarán descuentos a los valores del activo para incorporar su posible pérdida de valor a lo largo del intervalo que transcurre entre la última valoración y el momento en el que pueda asumirse razonablemente que se ha producido la liquidación.

Preguntas clave

1. ¿Qué cobertura se pretende que tengan las exigencias de garantías? ¿Con qué frecuencia se calculan las oscilaciones de precios? ¿Resulta congruente dicho intervalo con la rapidez con la que se estima pueden cerrarse las posiciones de un participante en caso de incumplimiento? ¿Cómo comprueba la ECC los modelos y parámetros utilizados para determinar las garantías que resultan congruentes con la cobertura deseada? ¿Con qué frecuencia se revisan y validan estos modelos?
2. ¿Cuenta la ECC con la autoridad y capacidad operativa necesarias para exigir garantías a lo largo de la jornada con el fin de mantener la cobertura deseada? ¿En qué circunstancias?
3. ¿Qué tipos de activos acepta la ECC como margen? ¿Qué tipos son los que mantiene realmente? ¿Con qué frecuencia se valoran estos activos? ¿Se aplican los descuentos teniendo en cuenta la posible pérdida de valor de los activos entre la última valoración y la liquidación?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) Las garantías exigidas por la ECC cubren su posible exposición a las posiciones de sus partícipes en circunstancias normales del mercado. Los modelos y parámetros que utiliza para determinar las garantías exigidas se basan en las características de riesgo que presenten los productos compensados, teniendo en cuenta el intervalo entre recaudaciones de garantías. La ECC comprueba con periodicidad la cobertura de sus modelos y parámetros utilizados para estimar la exigencia de márgenes. (P1)
 - (b) La ECC cuenta con la autoridad y capacidad operativa necesarias para exigir garantías a lo largo de la jornada. (P2)
 - (c) La ECC restringe la gama de activos que acepta, reduciendo sus exigencias de garantías a instrumentos de gran liquidez. La ECC aplica descuentos adecuados para tener en cuenta la posibilidad de una pérdida de valor. (P3)
2. *Se cumple en general*
 - (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
 - (b) No se cumple totalmente 1(c). Existen algunas deficiencias en cuanto al tipo de activos que se aceptan como garantías o a los procedimientos de descuento aplicados por la ECC. (P3)

3. *Se cumple parcialmente*
 - (a) 1(a) no se cumple totalmente. Existen deficiencias en la revisión y comprobación de los modelos con el fin de asegurar que se consigue la cobertura perseguida. (P1). **O bien** 1(a) se cumple pero no se cumple 1(c). (P3)
 - (b) Se cumple 1(b). (P2)
4. *No se cumple*
 - (a) No se cumple 1(a). (P1)
 - (b) O bien, 1(b) no se cumple (P2)
5. *No procede*
 - (a) La ECC no presta servicios para contratos de larga duración ni contratos con un elevado apalancamiento intrínscico, para los que sean necesarios garantías. Tampoco utiliza garantías para tratar el asunto clave 2 de la Recomendación 3.

Notas explicativas

1. Las garantías exigidas pueden recaudarse a partir de las posiciones netas o brutas que mantenga el partícipe. En el primer caso, se exige un margen para posiciones netas largas o netas cortas, es decir, se compensan las posiciones largas y cortas mantenidas en un mismo valor o contrato derivado, obteniéndose así la posición larga o corta neta. Por el contrario, con el sistema de márgenes brutos, las exigencias se calculan a partir de las posiciones largas y cortas agregadas. Por lo que a esta recomendación se refiere, ambos sistemas son aceptables, siempre y cuando la ECC sea consciente de los riesgos inherentes a dichos sistemas y haya adoptado las medidas necesarias para minimizarlos. Por ejemplo, una ECC que utilice un sistema de márgenes netos deberá reconocer que las posiciones netas pueden variar sustancialmente a lo largo de la jornada de negociación, lo cual deberá quedar reflejado en sus procesos de seguimiento. Tanto la frecuencia con la que la ECC calcula la posición neta como su capacidad de exigir garantías intradía pueden cobrar importancia. Por ejemplo, en un sistema de márgenes brutos, pueden surgir presiones de liquidez debido a los flujos relativamente grandes de efectivo y garantías exigidas, por lo que las ECC con estos sistemas deberán estar al tanto de los acuerdos de liquidez de sus partícipes y de los clientes de éstos.

2. Al evaluar esta recomendación, habrá de hacerse especial hincapié en los principales productos que compensa una ECC, de tal manera que los productos nuevos y poco negociados reciban garantías para un escaso nivel de cobertura cuando las pérdidas potenciales que puedan resultar de dichos productos sean mínimas. Si de la evaluación se deduce que la imposición de un nivel de cobertura inferior no presenta brechas ni problemas obvios y que cualquier riesgo adicional para la ECC es mínimo, podrá concluirse que la ECC cumple el criterio 1(a). Al evaluar esta excepción, el responsable de la evaluación podrá pedir a la ECC que proporcione su propia evaluación del riesgo.

Recomendación 5: Recursos financieros

Las ECC deberán mantener suficientes recursos financieros para soportar, como mínimo, el incumplimiento del partícipe con el que mantiene la mayor posición, en condiciones de mercado extremas pero plausibles.

4.5.1 A pesar de que las herramientas de gestión de riesgos (en especial los criterios de participación de las ECC) están pensadas para asegurar que la probabilidad de que se produzcan incumplimientos sea remota, las ECC deberán contemplar esta posibilidad. En caso de incumplimiento, la ECC tiene la obligación de seguir realizando puntualmente sus pagos al resto de partícipes. Para ello, deberá mantener recursos financieros suficientes para contar con la liquidez necesaria para abonar sus pagos en el corto plazo y para cubrir las pérdidas que resulten de los incumplimientos.

4.5.2 Puede resultar complicado evaluar la adecuación de los recursos, ya que se parte de supuestos sobre qué partícipe o partícipes incumplirán sus obligaciones y sobre cuáles serán las

condiciones del mercado en el momento del incumplimiento. Muchas ECC se concentran en el partícipe con el que mantienen su mayor posición en las circunstancias de mercado contempladas¹⁴, lo mínimo que debe considerarse al evaluar los recursos de una ECC. Sin embargo, las condiciones de mercado que suelen rodear los incumplimientos conllevan presiones para otros partícipes (en especial, miembros y afiliados relacionados con el grupo), de modo que el propio incumplimiento suele agravar la volatilidad de los mercados y aumentar las tensiones. Las ECC tendrán que considerar la posibilidad de que dos o más usuarios incumplan en un corto periodo de tiempo, lo que supondría una exposición superior a la que mantiene con su mayor usuario.

4.5.3 A la hora de evaluar la adecuación de sus recursos financieros, las ECC utilizan pruebas de tensión (*stress testing*)¹⁵ en las que suponen condiciones extremas en el mercado (es decir, oscilaciones de precios significativamente superiores a los niveles de volatilidad habituales) y cuantifican las pérdidas potenciales para los distintos partícipes. Las pruebas de tensión permiten comprender mejor diversos aspectos de los recursos financieros que puede necesitar una ECC, de tal modo que el mayor débito que resulte de tales pruebas ayudará a la ECC a estimar cuáles pueden ser sus necesidades de liquidez. Los cálculos que tienen en cuenta los recursos financieros de la parte potencialmente morosa que estarían a disposición de la ECC (márgenes, contribuciones al fondo de compensación y otros activos) permiten conocer el volumen de pérdidas que podría sufrir una ECC. Al evaluar las pérdidas potenciales, sólo mediante las pruebas de tensión puede conocerse la distribución de posiciones entre el partícipe y sus clientes.

4.5.4 Las pruebas de tensión pertinentes variarán entre las distintas ECC y a lo largo del tiempo dentro de una misma ECC. Lo normal es que la se realice una serie de pruebas de tensión, donde la ECC refleje su gama de productos y otras opciones para la gestión de riesgos. Los principales elementos de estas pruebas son las condiciones del mercado y los supuestos de incumplimiento que asume la ECC, así como la frecuencia con la que se realizan estas pruebas. Una ECC debe determinar qué se entiende por circunstancias de mercado “extremas pero plausibles”, para lo cual se incluirán los periodos de mayor volatilidad por los que han atravesado los mercados a los que presta sus servicios la ECC. También deberá evaluar las pérdidas que se producirían si sus productos experimentaran los niveles de volatilidad observados en productos relacionados (especialmente cuando la ECC comience a compensar nuevos productos) y si se modificaran los patrones de correlación habituales entre los precios de sus productos. Las ECC realizan diferentes tipos de pruebas de tensión. Las pruebas para comprobar la adecuación de sus recursos en caso de que se produzca un incumplimiento en condiciones de mercado extremas deberán realizarse con periodicidad mensual, y con mayor frecuencia cuando los mercados sean extraordinariamente volátiles, pierdan liquidez o cuando aumente significativamente el tamaño o la concentración de posiciones en manos de sus partícipes. Además, cada año deberán realizarse pruebas de tensión en las que se validen los parámetros y supuestos del modelo utilizado y se reconsideren cuáles son los escenarios de tensión más adecuados¹⁶.

4.5.5 A partir de estos procesos, la ECC deberá pronunciarse acerca de la adecuación de sus recursos, debiendo informar a sus usuarios y a las autoridades pertinentes sobre qué estimaciones ha utilizado para llegar a dicha conclusión en cuanto al número y tamaño de partícipes morosos y a las condiciones del mercado en el momento del incumplimiento. La ECC deberá contar con políticas inequívocas con respecto a las acciones a adoptar en caso de que la prueba de tensión indique una probable inadecuación de sus recursos, ya sea para satisfacer necesidades de liquidez o para cubrir una posición crediticia derivada de un incumplimiento. Las acciones que puede emprender la ECC son muy diversas, si bien su efecto último debe ser ya sea reducir su posible exposición al riesgo o

¹⁴ Esta recomendación se centra en la mayor posición posible que pueda mantener una ECC, independientemente de que dicha posición se mantenga directamente con un partícipe o la mantenga el partícipe con alguno de sus clientes. Sin embargo, al evaluar la adecuación de recursos, la ECC deberá considerar el origen del incumplimiento cuando afecte a los recursos financieros disponibles para cubrir pérdidas.

¹⁵ Las pruebas de tensión también se realizan para que la ECC comprenda los riesgos que asume y las posibles formas de cubrirse frente a ellos.

¹⁶ Las ECC realizan diversos tipos de pruebas de tensión, algunas de manera semanal o incluso diaria. Estas pruebas suelen ser mecánicas y se evalúan, por ejemplo, posiciones en intervalos de confianza mayores para las oscilaciones de precios. Los estándares para realizar las pruebas de tensión mensuales o la prueba de tensión integral que se realiza cada año son más exigentes que los que se deben utilizar en actividades rutinarias de gestión del riesgo.

bien aumentar sus recursos. Estas medidas deben estar en conocimiento de sus usuarios y autoridades competentes.

4.5.6 También son variados los recursos financieros con los que puede contar la ECC. En muchos casos, algunos de los activos que deben depositar sus partícipes sólo pueden utilizarse para cubrir pérdidas frente a dicho partícipe en caso de incumplimiento¹⁷, mientras que otros activos pueden destinarse a cubrir pérdidas provocadas por otro usuario. También es habitual que se exija a los partícipes que depositen sus activos en un fondo de compensación que se utilizará en caso de incumplimiento por parte de cualquier usuario¹⁸. En general, las ECC cuentan con capital propio y con beneficios no distribuidos, y entre sus recursos se cuentan derechos contingentes sobre partícipes que no hayan incumplido, su entidad matriz o aseguradoras. Así, por ejemplo, las normas por las que se rige una ECC pueden exigir que, en caso de incumplimiento, el resto de partícipes proporcione fondos adicionales. Las entidades matriz de algunas ECC proporcionan garantías, mientras que otras ECC cuentan con un seguro contra incumplimientos que cubre una determinada cantidad de pérdidas por encima de un umbral mínimo.

4.5.7 La disponibilidad de esos recursos financieros y su liquidez varían considerablemente. Cuando se mantengan márgenes, estos deberán estar disponibles en el acto y gozar de gran liquidez (Recomendación 4). A pesar de que los fondos de compensación, el capital propio y los beneficios no repartidos de las ECC se encuentran bajo su inmediato control, pueden haberse invertido, de modo que puede resultar imposible recurrir a ellos de inmediato. Por su parte, las pólizas de seguro, las garantías de la matriz o los derechos para solicitar fondos a partícipes que no hayan incumplido suelen estar disponibles sólo bajo determinadas condiciones. Al evaluar la adecuación de sus recursos financieros, la ECC debe tener en cuenta la disponibilidad y liquidez de los activos que mantiene, así como posibles concentraciones de riesgo.

4.5.8 Al determinar la adecuación de sus recursos, la ECC debe incluir sólo aquéllos de los que pueda disponer fácilmente en caso de incumplimiento. Por ejemplo, sólo se incluirán posibles desembolsos procedentes de las aseguradoras cuando haya certeza de que los términos de la póliza contemplan dichos pagos. En este proceso, la ECC también deberá considerar las circunstancias precisas en las que puede recurrir a cualquiera de sus recursos que exija el cumplimiento de ciertas condiciones.

4.5.9 Incluso cuando se sepa con certeza que la ECC puede utilizar ciertos recursos en caso de incumplimiento, algunos tipos de recursos financieros están sujetos a minusvalías potenciales, de modo que habrá que aplicarles descuentos para reflejar la volatilidad de sus valores de mercado como consecuencia del riesgo de precio, crédito y liquidez. Así, sólo deberán incluirse como recursos financieros de la ECC los valores sujetos a sus correspondientes descuentos.

4.5.10 Las normas de la ECC deben establecer explícitamente en qué situaciones pueden utilizarse los diferentes recursos. Para determinar el cumplimiento de esta recomendación, sólo se incluirán aquellos recursos financieros que no puedan utilizarse, en virtud de las normas de la ECC, para cubrir sus pérdidas operativas habituales o pérdidas relacionadas con otras de sus actividades. Cuando una ECC preste sus servicios en diversos mercados (ya sea en una o más jurisdicciones), debe poner en conocimiento de sus usuarios su capacidad para utilizar recursos provistos por los usuarios de un mercado para cubrir pérdidas derivadas de un incumplimiento en otro mercado. También el diseño de sus pruebas de tensión debe tener en cuenta en qué medida pueden agruparse recursos de diferentes mercados.

4.5.11 Dado que los recursos financieros de una ECC están destinados a satisfacer sus necesidades inmediatas de liquidez, la ECC debe obtener líneas de crédito que le permitan obtener financiación a cambio de recursos que no estén disponibles de inmediato. Estas facilidades de crédito tendrán que ser líneas comprometidas y estar sujetas únicamente a su presentación¹⁹, y su existencia

¹⁷ Algunas ECC también participan en acuerdos de garantías cruzados, por los que en determinadas circunstancias pueden acceder a los activos que mantenga en otra ECC un usuario suyo que haya incumplido.

¹⁸ Véase la Sección 3 para saber más sobre la terminología utilizada para hacer referencia a los recursos financieros utilizados por las ECC.

¹⁹ Las líneas de crédito no podrán contener cláusulas sobre empeoramiento de la situación (*material adverse change*).

es esencial para evaluar la adecuación de los recursos de una ECC desde la perspectiva de la liquidez.

4.5.12 La ECC deberá disponer de un método inequívoco y transparente para determinar la contribución de cada partícipe a sus recursos financieros, de tal manera que se refuercen los propios incentivos de éstos para gestionar el riesgo que presentan para la ECC. En general, estos incentivos incluyen sistemas en los que las contribuciones guarden relación con el riesgo que presenta la actividad del partícipe y que queda recogido en la garantía que depositan, en el tamaño de sus posiciones y, en ocasiones, en los resultados de las pruebas de tensión. La ECC también deberá establecer normas que rijan la reposición de recursos después de un incumplimiento, en las que suelen estipularse la responsabilidad y contribución prevista antes de que un partícipe pueda interrumpir su participación.

Aspectos clave

1. Las ECC deben evaluar su cumplimiento de esta recomendación mediante pruebas de tensión en las que se determine las posiciones crediticias que resultarían de sus contratos en vigor en condiciones de mercado extremas pero plausibles. Las condiciones de mercado que habrá que incluir en dicha evaluación son los periodos de mayor volatilidad por los que hayan atravesado los mercados a los que presta sus servicios la ECC. Si bien esta recomendación versa principalmente sobre el incumplimiento del partícipe con el que la ECC mantiene su mayor posición en determinadas circunstancias, también deberá considerarse la posibilidad de que el incumplimiento provenga de dos o más usuarios (especialmente cuando se trate de miembros o afiliados de grupos relacionados). Las pruebas para comprobar la adecuación de sus recursos en caso de que se produzca un incumplimiento en condiciones de mercado extremas deberán realizarse con periodicidad mensual, y con mayor frecuencia cuando los mercados sean extraordinariamente volátiles, pierdan liquidez o cuando aumente significativamente el tamaño o la concentración de posiciones en manos de sus partícipes. Además, al menos una vez al año deberán realizarse pruebas de tensión exhaustivas en las que se validen los modelos, parámetros y supuestos utilizados y se reconsideren cuáles son los escenarios de tensión más adecuados. Tanto los partícipes de la ECC como las autoridades deberán conocer los supuestos utilizados en estas pruebas de tensión. Las ECC contarán con una política clara acerca de las medidas que pueden adoptar cuando las pruebas indiquen que los recursos no parecen adecuados: bien reducirá sus posiciones o bien aumentará sus recursos. Esta política también se pondrá en conocimiento de sus usuarios y autoridades.

2. A pesar de que los recursos financieros de una ECC pueden adoptar diversas formas, a efectos de comprobar la observancia de esta recomendación sólo se contabilizarán recursos cuya utilización en la cuantía prevista no presente lugar a duda y aquellos recursos que, en virtud de las normas de la ECC, no puedan utilizarse para cubrir pérdidas operativas ordinarias o pérdidas de otras actividades en las que participe.

3. Cuando alguno de estos recursos de la ECC no estuviera a su disposición de manera inmediata, deberá obtener líneas de crédito comprometidas sujetas sólo a la presentación, con el fin de conseguir financiación a cambio de estos activos, para poder así satisfacer sus necesidades de liquidez.

Preguntas clave

1. ¿Ha establecido la ECC procedimientos para someter sus posiciones a pruebas de tensión en condiciones de mercado extremas pero plausibles? ¿Qué escenarios se han considerado? ¿Se han contemplado los periodos de mayor volatilidad por los que hayan atravesado los mercados a los que presta sus servicios la ECC? ¿Cuenta la ECC con suficientes recursos financieros en caso de que incumpla el agente con el que mantiene la mayor posición? ¿Se ha considerado la posibilidad de que se produzcan diversos incumplimientos simultáneos? ¿Se realizan las pruebas de tensión al menos una vez al mes y se reconsideran cuidadosamente los modelos, parámetros y escenarios al menos cada año? ¿Cuenta la ECC con una política inequívoca sobre qué medidas adoptar si las pruebas de tensión indicaran que los recursos probablemente no sean suficientes para cumplir sus obligaciones en caso de incumplimiento? ¿Ha seguido esta política? ¿Se encuentra esta política a disposición de usuarios y autoridades?

2. ¿Qué tipos de recursos y en qué cuantía están a disposición de la ECC para cubrirse frente a pérdidas provocadas por el incumplimiento de un partícipe? ¿Existe un alto grado de certeza en

cuanto a que la ECC podrá disponer de estos recursos en la cuantía prevista en caso de incumplimiento de alguno de sus usuarios? ¿Prohíben las normas de la ECC la utilización de estos recursos para cubrir pérdidas operativas ordinarias o procedentes de otras actividades?

3. ¿Alguno de los recursos con los que cuenta la ECC para casos de incumplimiento no se encuentra a su inmediata disposición? En ese caso, ¿ha obtenido la ECC líneas de crédito comprometidas sujetas únicamente a presentación que le permitan obtener financiación a cambio de estos activos? De ser así, ¿puede disponerse de estas líneas con suficiente rapidez para poder cumplir sus obligaciones a su debido tiempo?

Asignación de una categoría de evaluación

1. Se cumple

- (a) Según los resultados de las pruebas de tensión, la ECC mantiene suficientes recursos financieros para soportar, como mínimo, el incumplimiento del partícipe con el que mantiene la mayor posición, en condiciones de mercado extremas pero plausibles. Existe un alto grado de certeza de que la ECC puede disponer del valor anticipado de sus recursos financieros en caso de incumplimiento. (P1 y P2)
- (b) La ECC utiliza pruebas de tensión adecuadas para evaluar la adecuación de sus recursos. El procedimiento consiste en:
 - (i) determinar al menos una vez al mes la adecuación de sus recursos en caso de que se produzca un incumplimiento en condiciones extremas, aunque la frecuencia puede ser mayor cuando los mercados presenten un alto grado de volatilidad o resulten menos líquidos, o cuando el tamaño o la concentración de las posiciones que mantienen los partícipes de la ECC aumenten significativamente; como mínimo una vez al año, se realizarán pruebas integrales en las que se valide el modelo y parámetros utilizados y se reconsideren los escenarios previstos;
 - (ii) escenarios que incluyen el incumplimiento del partícipe que mantiene la mayor posición frente a la ECC, así como el incumplimiento de dos o más usuarios (en especial, miembros y afiliados de un grupo relacionado), así como los periodos más volátiles por los que ha atravesado el mercado al que presta sus servicios la ECC y supuestos teóricos apropiados;
 - (iii) supuestos que se ponen en conocimiento de los usuarios y autoridades, así como procedimientos que incluyen una política inequívoca y transparente acerca de las medidas a adoptar en caso de insuficiencia de recursos. (P1)
- (c) La ECC cuenta con líneas de crédito adecuadas que le permiten obtener financiación a cambio de activos cuya disponibilidad no es inmediata. (P3)

2. Se cumple en general

- (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
- (b) Sin embargo, 1(c) no se cumple totalmente. (P3). En determinadas circunstancias, los recursos financieros con los que cuenta la ECC no estarían disponibles inmediatamente y sus facilidades de liquidez no resultarían adecuadas.

3. Se cumple parcialmente

- (a) 1(b) no se cumple completamente. Los procedimientos de la ECC para sus pruebas de tensión presentan algunas deficiencias. (P1)

4. No se cumple

- (a) No se cumple 1(a) o 1(b). Los recursos financieros no son suficientes para cubrir las necesidades que se desprenden de las pruebas de tensión realizadas por la ECC, o bien existen serias deficiencias en estas pruebas. (P1 y P2)

Notas explicativas

1. Habrá que considerar el efecto que tendría para los valores de mercado una relativa concentración de colateral por parte de la ECC. Si la ECC utiliza como recursos financieros una póliza de seguro, carta de crédito o garantía de su matriz, deberá evaluar con minuciosidad las circunstancias concretas en las que podrá disponer de ellos así como la velocidad con la que se producirían los pagos.
2. La ECC no deberá depender principalmente de obligaciones contingentes como seguros, garantías matrices o cartas de crédito. También deberá examinar al detalle su utilización de cartas de crédito, garantías o valores de uno de sus partícipes o de un afiliado de éste, pues en caso de incumplimiento del primero, no podrían utilizarse los recursos financieros que fueran obligaciones del mismo, mientras que la utilización de los activos del afiliado sería cuanto menos cuestionable. También habrá que vigilar y limitar el valor agregado de distintos tipos de garantías procedentes de una misma organización.

Recomendación 6: Procedimientos en caso de incumplimiento

Los procedimientos de las ECC para casos de incumplimiento deberán estar claramente definidos y asegurar que la ECC adopta medidas oportunas para contener las pérdidas y las presiones sobre la liquidez, sin dejar de cumplir por ello con sus obligaciones y haciendo públicos los principales aspectos de dichos procedimientos.

4.6.1 Los procedimientos para incumplimientos están destinados a asegurar el continuo funcionamiento de una ECC limitando la posibilidad de que un incumplimiento repercuta en otros partícipes. Sus objetivos primordiales son reducir al máximo las pérdidas para el partícipe que incumple, deshacer sus posiciones de manera ordenada y permitir que la ECC siga cumpliendo con sus obligaciones. En la medida en que resulte consistente con estos objetivos, la ECC deberá intentar preservar la capacidad del resto de usuarios para gestionar sus carteras.

4.6.2 Sin lugar a dudas, una de las prioridades debe ser evitar los incumplimientos. Como se mencionó antes, los requisitos de participación de la ECC han de incluir exigencias financieras que reduzcan la posibilidad de que se produzcan incumplimientos. Además, la ECC debe identificar las situaciones que considere puedan conducir al incumplimiento y desarrollar planes y procedimientos de alerta temprana, como pueden ser una mayor vigilancia o la imposición de restricciones sobre un determinado partícipe. De esta forma, se incentiva a los usuarios para que notifiquen cuanto antes posibles problemas financieros, de liquidez o en sus sistemas que pudieran provocar su incumplimiento.

4.6.3 Los procedimientos con los que cuenta la ECC para casos de incumplimiento deben definir sin lugar a dudas en qué consiste un evento de incumplimiento y qué método se sigue para identificarlo. Los procedimientos deben especificar si el incumplimiento se produce de modo automático o si debe adoptarse una decisión concreta para declararlo, en cuyo caso, habrá que estipular quién está autorizado a declararlo. También deberán determinar en líneas generales qué medidas puede adoptar la ECC cuando se haya declarado el incumplimiento; hasta qué punto las acciones son automáticas o bien se requiere una decisión formal; qué modificaciones se han producido a las prácticas de liquidación convencionales; qué ocurrirá con los contratos en trámites de entrega; cuál es el tratamiento esperado para la cuenta propietaria y para las cuentas de los clientes; en qué orden es probable que se desarrollen las actuaciones; qué información será necesaria; cuál es la función y la responsabilidad de las diversas partes (miembros liquidadores, autoridades, mercados organizados y la propia ECC); y si existen mecanismos distintos a los de la propia ECC que puedan activarse para contener el impacto del incumplimiento.

4.6.4 En caso de incumplimiento, la ECC deberá contar con acuerdos o mecanismos que faciliten con rapidez la transferencia, cierre o cobertura de las posiciones propias del partícipe que haya incumplido. Cuanto más tiempo permanezcan abiertas estas posiciones, mayor será la exposición potencial al riesgo de crédito que presenten. Las ECC habrán de poder aplicar lo obtenido con la liquidación, así como cualquier otro fondo o activo del partícipe que haya incumplido, para satisfacer las obligaciones que éste tiene con la ECC. Normalmente, la ECC intentará liquidar posiciones con rapidez, aunque en algunos casos, puede decidir que minimizará su exposición al riesgo mediante la cobertura de sus posiciones y la gestión de la liquidación posteriormente. Es fundamental que la ECC esté autorizada a actuar con celeridad de la manera que estime más adecuada para contener la exposición al riesgo y mitigar los efectos para el mercado en general.

4.6.5 Los procedimientos o mecanismos para casos de incumplimiento que no sean los que aplica la ECC deberán contemplar la gestión de posiciones y colateral (incluida la garantía exigida) de los clientes del partícipe que incumple. Las normas deben identificar en qué circunstancias pueden liquidarse o transferirse posiciones, qué posiciones pueden transferirse o liquidarse, quién puede ejercer su autoridad y cuáles son los plazos para adoptar estas decisiones. En cualquier caso, no podrá impedirse, retrasarse o recovarse la liquidación de posiciones ni la utilización de colateral depositado.

4.6.6 Los procedimientos de una ECC deben permitirle que utilice cuanto antes cualquier recurso financiero que mantenga para cubrir pérdidas o contrarrestar presiones de liquidez derivadas de incumplimientos, inclusive la utilización de facilidades de liquidez. Las normas de una ECC establecerán el orden en el que pueden utilizarse los distintos tipos de recursos, de manera que los partícipes puedan estimar su exposición potencial al riesgo por utilizar los servicios de una ECC. Normalmente, una ECC considerará primero los activos aportados por el partícipe que haya incumplido, con el fin de incentivar al resto de usuarios para que gestionen de manera prudente los riesgos que plantean a la ECC.

4.6.7 La legislación nacional pertinente deberá garantizar el cumplimiento de las medidas adoptadas por la ECC como parte de sus procedimientos para incumplimientos y asegurar que tales acciones no puedan verse retrasadas, soslayadas o revocadas. Para facilitar la transferencia o liquidación de las posiciones y activos, la legislación concursal para insolvencias deberá permitir la identificación de los activos del cliente y de sus activos propios y su tratamiento por separado.

4.6.8 La dirección de la ECC deberá estar bien preparada y contar con la discrecionalidad suficiente para aplicar de manera flexible los procedimientos para casos de incumplimiento, cuyo ejercicio tendrá que estar sujeto a los mecanismos necesarios para minimizar cualquier conflicto de intereses que pueda surgir. Los directivos deberán disponer de planes internos que definan con claridad las funciones y responsabilidades necesarias para solucionar el incumplimiento, orientando a sus empleados sobre cómo poner en práctica dichos procedimientos, en especial, en lo relativo al cierre o la cobertura con rapidez de los contratos del partícipe que haya incumplido, al cierre o transferencia de los contratos de sus clientes, a la liquidación del colateral y de otros activos del partícipe (como contribuciones al fondo de compensación) y a la utilización de recursos financieros distintos de la garantía. También deberán asegurarse de que cuenta con la capacidad operativa necesaria para poner en práctica sus procedimientos para incumplimientos sin pérdida de tiempo. Los planes internos deben abarcar también la documentación, las necesidades de información de la ECC y la coordinación en caso de que participe más de una ECC. Además, reviste gran importancia la comunicación oportuna con los reguladores, los mercados que utilizan la ECC, otras ECC relacionadas y los sistemas de pago y liquidación. La ECC, en la medida de lo posible, debe transferir información clara que ayude a las partes afectadas a gestionar sus propios riesgos. Estos planes internos habrán de ser revisados al menos con periodicidad anual.

4.6.9 Para que todos los agentes del mercado tengan certeza sobre las medidas que la ECC y otras entidades pertinentes adoptarán en caso de incumplimiento y puedan así preverlas, la ECC deberá hacer públicos los principales aspectos de sus procedimientos para incumplimientos, a saber: (i) las circunstancias en las que se adoptarán las medidas; (ii) quién las adoptará, (iii) el alcance de las actuaciones, incluyendo el tratamiento tanto de las posiciones, fondos y activos propios como los de los clientes; (iv) los mecanismos para que la ECC cumpla sus obligaciones con el partícipe que no haya incumplido; y (v) los mecanismos para que se cumplan las obligaciones de dicho partícipe con sus clientes²⁰. Esta transparencia facilita la solución ordenada de los casos de incumplimiento, permite al resto de partícipes comprender sus obligaciones con respecto a una ECC y a sus clientes, y proporciona a los agentes del mercado la información que necesitan para decidir por sí solos si negocian en un mercado determinado y cómo estructurar sus esquemas de cuentas con clientes. La amplia difusión y comprensión de los procedimientos para incumplimientos también pueden ayudar a fomentar la confianza en el mercado en caso de que se produzca un importante incumplimiento y a mantener la liquidez del mercado al evitar o minimizar las retiradas de fondos por parte de los agentes del mercado.

²⁰ Para saber más sobre los principales aspectos de cada una de estas categorías, véase *Report on cooperation between market authorities and default procedures* (OICV (1996)).

Aspectos clave

1. Los procedimientos de una ECC para casos de incumplimiento deben determinar en qué consiste el incumplimiento y permitir que la ECC cierre o se haga cargo con rapidez de las posiciones del partícipe que haya incumplido, utilizado para ello colateral u otros recursos. Deberán existir procedimientos inequívocos, o mecanismos distintos a los de la ECC, para la gestión de las posiciones y de la garantía de los clientes. Además, la ECC estará autorizada a utilizar rápidamente cualquier recurso financiero de que disponga para cubrir pérdidas y reducir las presiones de liquidez procedentes de los incumplimientos.
2. El marco legal aplicable a la ECC deberá ofrecer un alto grado de certeza en cuanto al cumplimiento de sus procedimientos, pese a la insolvencia del partícipe, mientras que la legislación concursal deberá permitir la identificación de los activos del cliente y los activos propios y su tratamiento diferenciado.
3. La dirección de la ECC estará preparada para poner en práctica los procedimientos para casos de incumplimiento de manera flexible y deberá contar con planes para estos casos, donde se incluya el proceso de comunicación con el operador del mercado donde se inserta la ECC, en caso de que éste sea una entidad independiente. Estos planes internos serán revisados al menos con periodicidad anual.
4. Los principales aspectos de estos procedimientos para casos de incumplimiento deberán hacerse públicos.

Preguntas clave

1. ¿Definen claramente los procedimientos de la ECC en qué consiste el incumplimiento? Cuando se produce un incumplimiento, ¿autorizan estos procedimientos a la ECC a cerrar o hacerse cargo rápidamente de las posiciones del partícipe que haya incumplido y a utilizar el colateral u otros recursos que éste haya depositado? ¿Permiten los procedimientos de la ECC u otros mecanismos la transferencia o, en su defecto, la liquidación de las posiciones y las garantías de los clientes del partícipe que haya incumplido? ¿Facultan a la ECC a utilizar cuanto antes cualquier recurso financiero?
2. ¿Ofrece el marco jurídico un alto grado de certeza acerca de la imposibilidad de retrasar o revocar la decisión de liquidar o transferir una posición, recurrir a las garantías o utilizar recursos de liquidez en caso de insolvencia de algún partícipe? ¿Permite la legislación concursal nacional la identificación y el tratamiento diferenciado de los activos del cliente y los activos propios?
3. ¿Dispone la dirección de la ECC de planes internos para aplicar sus procedimientos para casos de incumplimiento? ¿Mantienen estos planes cierto grado de flexibilidad a la hora de decidir cuál es la mejor manera de poner en práctica dichos procedimientos? ¿Abarcan estos planes las necesidades de coordinación cuando se vean afectados otras ECC, autoridades o mercados? ¿Con qué frecuencia se revisa el plan?
4. ¿Se encuentran a disposición del público los principales aspectos de estos procesos (recogidos en el párrafo 4.6.9)?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) Los procedimientos para incumplimientos definen claramente en qué consiste el incumplimiento y permiten explícitamente que la ECC cierre o se haga cargo de las posiciones del participante que incumple. Los procedimientos de la ECC u otros mecanismos permiten la liquidación o transferencia de las posiciones y activos de los clientes y autorizan a la ECC a utilizar con rapidez cualquier recurso financiero, incluidas facilidades de liquidez. (P1)
 - (b) (i) El marco jurídico proporciona un alto grado de certeza en cuanto a la imposibilidad de anular las decisiones de liquidar o transferir una posición, utilizar colateral o hacer uso de recursos de liquidez, y (ii) la legislación concursal permite la identificación y tratamiento diferenciado de los activos del cliente y los activos propios. (P2)

- (c) (i) La ECC dispone de un plan interno para aplicar sus procedimientos en caso de incumplimiento, donde se delimitan con claridad las funciones y responsabilidades necesarias para solucionar el incumplimiento, incluyendo planes para utilizar cualquier recurso financiero. (ii) El plan cubre las necesidades de información de la ECC, así como aspectos relacionados con la coordinación, y dicho plan se renueva al menos cada año. (P3)
 - (d) Los aspectos fundamentales de estos procedimientos se encuentran fácilmente disponibles (i) para los participantes de la ECC y (ii) para el público en general. (P4)
2. *Se cumple en general*
- (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
 - (b) Se cumplen 1(c)(i) y 1(d)(i). (P3 y P4)
 - (c) Sin embargo, no se cumplen 1(c)(ii) o 1(d)(ii). (P3 y P4)
3. *Se cumple parcialmente*
- (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
 - (b) No se cumple 1(c)(i). (P3). O bien; no se cumple 1(d)(i). (P4)
4. *No se cumple*
- (a) No se cumple 1(a). (P1)
 - (b) O bien: las medidas destinadas a solucionar el incumplimiento son revocables o pueden verse obstaculizadas por procedimientos jurídicos o administrativos; o bien, la liquidación de posiciones puede quedar retrasada o revocada; o bien, pueden congelarse las posiciones abiertas; o bien, no es posible distinguir entre activos de los clientes y las posiciones propias. (P2)

Notas explicativas

1. Para evitar la perturbación del mercado y preservar en la medida de lo posible los valores en la cuenta que se está liquidando, puede necesitarse una subasta extraordinaria que permita obtener un precio de liquidación o liquidar las posiciones en algunos casos. Los procedimientos deben ser adecuados a cada tipo de mercado y a cada producto.
2. La recomendación de contar con procedimientos escritos no implica rigidez a la hora de solucionar el incumplimiento, siendo esencial que la ECC posea cierto margen de flexibilidad al respecto, ya que resulta complicado predecir con certeza la mejor manera de contener el riesgo. Cuando se cuente con cierta discrecionalidad, los procedimientos deben ser transparentes en cuanto al margo general para el ejercicio de la misma, si bien no debe interpretarse esta transparencia de tal manera que comprometa la eficacia de la ECC al poner en práctica sus procedimientos para casos de incumplimiento. Por ejemplo, al liquidar las posiciones de un partícipe que haya incumplido, la ECC no deseará necesariamente hacer pública su estrategia.
3. Cuando se produzca un retraso en la liquidación a causa de algún problema en los sistemas del partícipe o cualquier otra complicación operativa, la ECC puede verse obligada a (i) pedirle a su partícipe que garantice las posiciones de su cliente o a la sociedad matriz que garantice sus posiciones propias, (ii) recurrir a su capital propio, (iii) liquidar las contribuciones al fondo de compensación o (iv) solicitar líneas de crédito para realizar la liquidación. Los procedimientos deberán estar estructurados de tal forma que proporcionen flexibilidad suficiente para adoptar el método que ocasione las menores alteraciones posibles (por ejemplo, no deberán precipitar un incumplimiento cuando parezca que hay indicios que hagan vislumbrar la posibilidad de que finalmente se realice la liquidación).
4. En algunas jurisdicciones, incluso cuando no se cuenta con un régimen para insolvencias favorable, puede ser posible transferir fondos y cuentas de conformidad con las normas de la ECC y sujeto a la indemnización del cedente al cesionario en concepto de transferencia de fondos en caso de quiebra. En ausencia de un régimen adecuado para insolvencias, este tipo de solución transitoria le permite a la ECC gestionar sus riesgos ante un caso de incumplimiento.

5. El incumplimiento de un partícipe puede haber sido provocado por pérdidas en su cuenta propia o por el incumplimiento de alguno de sus clientes por encima de los recursos financieros del partícipe. Cuando la garantía del cliente se mantenga en una cuenta ómnibus en la ECC, ésta podrá utilizarse para cubrir las pérdidas provocadas por cualquier cliente de dicha cuenta, si bien no podrá utilizarse para cubrir pérdidas de la cuenta propia, a menos que puedan utilizarse protecciones de otros clientes.

Recomendación 7: Riesgos de custodia y de inversión

Las ECC deberán mantener activos de tal manera que se minimice el riesgo de pérdida o de retraso para acceder a ellos. Los activos en los que invierta una ECC deberán mantenerse en instrumentos con un riesgo mínimo de crédito, mercado y liquidez.

4.7.1 Una ECC tiene la responsabilidad de salvaguardar los activos que aseguren el cumplimiento de las obligaciones que mantienen frente a ella sus partícipes. Estos activos, que pueden ser efectivo o valores, deberán mantenerse de una manera que asegure su disponibilidad inmediata en caso de que la ECC los necesite. Además, los activos que se inviertan deberán colocarse en instrumentos que presenten el mínimo riesgo de crédito, de mercado y de liquidez posible, de tal manera que la ECC conozca en todo momento la cantidad de recursos con los que cuenta y pueda obtener su valor con rapidez.

4.7.2 Cuando un usuario haya depositado valores en concepto de margen, la ECC necesitará los servicios de un custodio, que puede ser una central depositaria de valores (CDV) o una institución financiera. Las entidades que ofrecen servicios de custodia deben asegurarse de proteger estos valores, tal y como se describe en la Recomendación 12 de las RSLV. En este sentido, la ECC deberá determinar si las prácticas contables, procedimientos de salvaguardia y controles internos de su custodio protegen los valores en caso de insolvencia, negligencia, utilización indebida de activos, fraude, administración deficiente o almacenaje de datos inadecuado por parte de dicho custodio. Resulta fundamental que los activos que mantiene el custodio queden protegidos frente a los derechos de sus acreedores, para lo cual suele emplearse un marco jurídico que reconozca la segregación de los activos del cliente, así como la actuación del supervisor para que dicha segregación se cumpla. Cualquier fallo en estos ámbitos puede poner en peligro la capacidad de una ECC para recuperar sus valores con rapidez. Además, el custodio deberá gozar de una sólida situación financiera que le permita soportar pérdidas provocadas por problemas operativos o actividades no relacionadas con la custodia de valores. Por su parte, la ECC deberá confirmar que pueden hacer valer sus derechos sobre los valores en custodia y que puede acceder con rapidez a ellos en cuando lo desee, algo bastante complicado cuando los valores se encuentran con custodios ubicados en distintas franjas horarias o jurisdicciones. La ECC comprobará la posición financiera de sus custodios de manera continua. Para cumplir con los requisitos contenidos en este párrafo, la ECC podrá servirse, siempre que resulte razonable y prudente, de los marcos reguladores relevantes para los custodios y las CDV que utilice.

4.7.3 La estrategia de inversión de la ECC deberá ser congruente con su estrategia general para la gestión del riesgo. En algunos casos, la ECC puede invertir el efectivo depositado por sus partícipes. Al mismo tiempo, debe decidir sobre cómo invertir sus recursos propios. Así pues, es su responsabilidad asegurar que estas inversiones no comprometan su capacidad para utilizar los fondos con el fin al que se destinaron. El efectivo aportado por un partícipe constituye un recurso que puede necesitar la ECC en caso de incumplimiento. Del mismo modo, algunas ECC pueden decidir que sus recursos propios podrán utilizarse para cubrir pérdidas que superen los recursos del partícipe que haya incumplido. En este último caso, la inversión de sus recursos propios deberá cumplir con esta recomendación, de modo que pueda disponerse de ellos fácilmente en caso de necesitarse (algunas ECC invierten sus recursos en activos físicos como equipo informático o edificios, a los que no se aplica esta recomendación). Las inversiones que realice la ECC deberán estar aseguradas o consistir en derechos frente a deudores de alta calidad, de manera que se minimice el riesgo de crédito al que se expone la ECC. Dado que el valor de estas inversiones puede necesitarse con rapidez, deberán poderse liquidar con escasa o nula pérdida de valor, resultando inadecuada cualquier inversión en instrumentos volátiles o ilíquidos. Cuando la propia ECC cotice en bolsa, quedará prohibida la inversión de sus propios valores.

4.7.4 A menudo, la ECC mantiene diversos tipos de relación con las principales instituciones financieras. Por ejemplo, una institución puede proporcionar a la ECC servicios de banco liquidador, servicios de custodia y facilidades de liquidez, al tiempo que puede ser usuaria a su vez de la ECC o

prestar servicios de compensación a otros partícipes, pudiendo incluso mantener efectivo depositado por la ECC. Así pues, al evaluar su exposición frente a sus deudores, la ECC deberá prestar atención a las numerosas relaciones que mantiene con diversas instituciones. A la hora de realizar sus inversiones, la ECC deberá tener en cuenta su exposición general al riesgo de crédito frente a deudores individuales, ya sea por inversiones de efectivo u otro tipo de relaciones, asegurando así que nunca se sobrepasen los límites de concentración permitidos.

Aspectos clave

1. Tal y como se describe en las RSLV, las ECC deben mantener sus valores custodiados en el seno de entidades que empleen prácticas contables, procedimientos de salvaguardia y controles internos que protejan por completo estos valores; el marco legal aplicable también deberá proteger contra las exigencias de los acreedores del custodio. La ECC deberá poder acceder con rapidez a sus valores en cuanto los necesite, debiendo comprobar además la posición financiera de sus custodios de manera continua.
2. Las inversiones habrán de estar aseguradas o ser derechos frente a deudores de alta calidad, para que sea posible su pronta liquidación con escaso o nulo impacto en su precio.
3. A la hora de realizar sus inversiones, la ECC deberá tener en cuenta su exposición general al riesgo de crédito frente a deudores individuales, ya sea por inversiones de efectivo u otro tipo de relaciones, asegurando así que nunca se sobrepasen los límites de concentración permitidos.

Preguntas clave

1. ¿En qué tipo de entidades se deposita el colateral? ¿Comprueba la ECC que los procedimientos y prácticas de estas entidades son conformes a la Recomendación 12 de las RSLV? De ser así, ¿cómo lo hace? ¿Confirma la ECC que puede ejercer sus derechos sobre los valores y que puede acceder a ellos con rapidez en caso de incumplimiento de alguno de sus partícipes, incluso cuando los valores se mantengan en otras jurisdicciones o franjas horarias? ¿Comprueba la ECC la situación financiera de sus custodios de manera continua?
2. ¿Cómo se invierte el efectivo? ¿Cómo se garantizan las inversiones? ¿Qué estándares aplica la ECC para asegurar que sus deudores son de elevada solvencia? ¿Y para asegurar que sus inversiones presentan riesgos de mercado y de liquidez mínimos?
3. ¿Considera la ECC su exposición general frente a un mismo deudor a la hora de seleccionar una inversión? ¿Se limitan las inversiones para evitar la concentración de exposiciones al riesgo de crédito? De ser así, ¿cómo se hace?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) Los custodios de la ECC (de conformidad con la Recomendación 12 de las RSLV) utilizan prácticas contables, procedimientos de salvaguardia y controles internos que protegen por completo sus valores; el marco jurídico protege los valores frente a las exigencias de los acreedores del custodio; existe escaso riesgo de retraso al acceder una ECC a los valores que mantiene con un custodio. (P1)
 - (b) Las inversiones están garantizadas o son derechos frente a deudores de elevada calidad; además, pueden liquidarse con un efecto nulo o reducido en su precio. (P2)
 - (c) La ECC considera su exposición general frente a un mismo deudor al establecer límites de concentración para las inversiones con dicho deudor. (P3)
2. *Se cumple en general*
 - (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
 - (b) No se cumple 1(c). (P3)

3. *Se cumple parcialmente*
 - (a) Se cumple 1(a) o 1(b). (P1 y P2)
4. *No se cumple*
 - (a) No se cumplen ni 1(a) ni 1(b). (P1 y P2)

Recomendación 8: Riesgo operativo

Las ECC deberán identificar fuentes de riesgo operativo y minimizarlas mediante los controles, procedimientos y sistemas más adecuados, debiendo ser estos últimos fiables y seguros, con una capacidad adecuada y versátil. Los planes de continuidad de la actividad deberán permitir la reanudación oportuna de las operaciones y el cumplimiento de las obligaciones de las ECC.

4.8.1 El riesgo operativo se refiere a la posibilidad de que se produzcan deficiencias en los sistemas de información o en los controles internos, o bien errores humanos, fallos de gestión o alteraciones provocadas por acontecimientos externos (como desastres naturales) que provoquen pérdidas inesperadas. La importancia del riesgo operativo reside en su capacidad de impedir la eficacia de las medidas adoptadas para hacer frente a otros riesgos o para provocar pérdidas imprevistas entre los partícipes, las cuales, si son considerables, pueden tener repercusiones sistémicas. Los fallos operativos también pueden conllevar responsabilidades jurídicas, pérdidas de reputación o de negocio.

4.8.2 Entre las posibles causas de riesgo operativo para una ECC se incluye un control inadecuado de sus sistemas y procesos, una gestión incorrecta en términos generales (falta de especialización, deficiencias de supervisión o formación, recursos inadecuados); una mala identificación o entendimiento de los riesgos y de los controles y procedimientos para limitarlos y gestionarlos; así como una atención insuficiente a los procedimientos para el cumplimiento de la normativa. También se cuentan como fuente de riesgo operativo para una ECC acontecimientos externos como atentados terroristas o crisis sanitarias, así como desastres naturales.

4.8.3 Entre los posibles fallos operativos se encuentran errores o retrasos en el tratamiento de las comunicaciones o en el procesamiento de las operaciones, deficiencias o interrupciones en los sistemas, actividades fraudulentas por parte del personal y la divulgación de información confidencial. Los errores o retrasos en el procesamiento de las operaciones pueden deberse a comunicaciones erróneas, información o documentación incompleta o imprecisa, falta de seguimiento de las instrucciones o errores en la transmisión de la información. Estos problemas se producen sobre todo cuando se trata de procesos manuales, si bien la automatización conlleva sus propios riesgos en cuanto a deficiencias en los sistemas, interrupciones y delitos informáticos, que pueden producirse por deficiencias en la seguridad, capacidad, comprobación de sistemas informáticos o resistencia de los sistemas de respaldo.

4.8.4 Para minimizar el riesgo operativo, las ECC deben identificar y analizar activamente las fuentes de riesgo, tanto si surgen de los propios mecanismos de la ECC como si proceden de sus partícipes o de factores externos, debiendo establecer asimismo políticas y procedimientos claros para afrontar estos riesgos. A la hora de gestionar el riesgo operativo, resulta esencial disponer de sólidos controles internos, con una dirección adecuada y el personal suficiente (y adecuadamente cualificado) para asegurar que los procedimientos se aplican correctamente. Las políticas y procedimientos operativos deberán ser revisados periódicamente, así como cada vez que se modifiquen los sistemas. Por su parte, los sistemas de información deberán someterse a auditorías independientes periódicas, debiéndose considerar seriamente si se necesitan también auditorías externas.

4.8.5 Todos los sistemas clave deben ser seguros (esto es, deben contar con controles de acceso y con suficientes medidas de seguridad para evitar las intromisiones de terceros, permitiendo también la comprobación retrospectiva de la auditoría) a la vez que fiables, ampliables y con capacidad para gestionar grandes volúmenes de datos en situaciones de tensión. Las ECC dependen cada vez más de las comunicaciones electrónicas y necesitan asegurar la integridad de sus comunicaciones

utilizando redes y procedimientos seguros (por ejemplo, técnicas criptográficas) para transmitir datos de forma precisa, rápida y sin interrupciones de importancia. El Principio VII de los Principios Básicos para Sistemas de Pago de Importancia Sistémica profundiza más en los asuntos operativos²¹.

4.8.6 Antes de participar en otras actividades que no estén directamente relacionadas con sus funciones básicas (como el desarrollo de programas informáticos, procesamiento de operaciones en las que no participe o gestión de un sistema de negociación) la ECC deberá estar segura de que tales actividades no necesitarán recursos que estime necesarios para su funcionamiento habitual. Cuando no se tenga esa certeza, la ECC tendrá que reducir sus actividades o aumentar sus recursos hasta alcanzar el nivel necesario para el buen desarrollo de sus actividades.

4.8.7 La ECC debe disponer de un plan de continuidad de su actividad con el que hacer frente a acontecimientos que pudieran poner en peligro sus operaciones. Deberán detallarse explícitamente las responsabilidades de este plan, al que habrá que consagrar los recursos necesarios y comprometer el apoyo de las más altas instancias gerenciales. Los planes de continuidad incluirán objetivos, políticas y procedimientos claramente definidos, que permitan una rápida recuperación y la reanudación oportuna de las operaciones críticas, así como el continuo del seguimiento del riesgo de sus partícipes. Siempre que sea posible, los sistemas de respaldo o recuperación de información deberán reanudar los procesos de manera inmediata. A pesar de que, tras una alteración del sistema, es posible continuar la actividad aunque se pierdan algunos datos, los planes de contingencia deberán cuando menos facilitar la recuperación de todas las operaciones en el momento de la interrupción, de manera que los sistemas puedan seguir operando con total seguridad. En algunas jurisdicciones, dos horas es el intervalo recomendado para que todos los sistemas críticos hayan conseguido reanudar su actividad, aunque dependiendo de la naturaleza de los problemas, la recuperación puede tomar más tiempo. Como mínimo, la reanudación de operaciones y datos deberá ocurrir de tal manera y en tal plazo que permita a una ECC cumplir sus obligaciones a tiempo. Los planes de continuidad deberán reanudarse y comprobarse de manera periódica, debiéndose ajustar en la medida que resulte necesario a partir de dichos resultados.

4.8.8 Las ECC pueden subcontratar algunas operaciones, en cuyo caso, cualquier fallo en el funcionamiento de los proveedores encargados de realizar estos servicios podrá generar riesgo operativo para la ECC. Por ello, las ECC que opten por subcontratar ciertos servicios deben asegurarse de que se cumplan los mismos estándares de calidad que se aplicarían si la actividad se realizara internamente, para lo cual deberán contar con la información y controles necesarios para asegurar que puedan cumplirse estos requisitos. Asimismo, las ECC tendrán que estimar la vulnerabilidad que supone utilizar un único o unos pocos proveedores de servicios públicos y prestaciones similares, ya que en caso de que alguno de estos proveedores cesara sus actividades, podría verse afectada la capacidad operativa de la ECC, creando incluso incertidumbre en los mercados financieros cuando se haya producido sin previo aviso o con poca anticipación. La ECC se asegurará de contar con servicios básicos diversificados (electricidad y telecomunicaciones especialmente) en la medida de lo posible, o de disponer de sistemas de emergencia.

Aspectos clave

1. Las ECC deben identificar y analizar activamente las fuentes de riesgos operativos y establecer políticas y procedimientos precisos para hacerles frente, incluidos los riesgos derivados de aquellas operaciones que se hayan subcontratado a terceros o de otras actividades.

2. Los planes de continuidad de la actividad de una ECC deberán abarcar acontecimientos que planteen un riesgo significativo de alteración de las operaciones, así como permitir la reanudación oportuna de las operaciones críticas, de tal modo que la ECC pueda cumplir con sus obligaciones a tiempo. Los planes de contingencia deberán, como mínimo, permitir la recuperación de todas las transacciones en el momento de producirse la alteración, de manera que pueda continuarse con la actividad con suficiente certeza. Dichos planes deberán reanudarse y comprobarse de manera periódica, debiéndose ajustar en la medida que resulte necesario a partir de dichos resultados.

²¹ Véase CPSS, *Principios Básicos para Sistemas de Pago de Importancia Sistémica* (BPI, 2001).

3. Serán necesarios controles de gestión adecuados y personal suficiente (y adecuadamente cualificado) para asegurar que los procedimientos se aplican correctamente. Los sistemas de información tendrán que ser auditados internamente de forma periódica.
4. Todos los sistemas que resulten de vital importancia deberán ser fiables, seguros y capaces de resistir una considerable presión.

Preguntas clave

1. ¿Cuenta la ECC con un proceso para identificar, analizar y hacer frente activamente a sus riesgos operativos, incluidos los riesgos derivados de las operaciones que subcontrata o de otras actividades?
2. ¿Dispone de un plan de continuidad de la actividad con el que hacer frente a acontecimientos que pudieran poner en peligro sus operaciones? ¿Aseguran estos planes la recuperación oportuna de la información crítica? ¿Permiten los planes de contingencia, como mínimo, la recuperación de todas las transacciones en el momento de producirse la alteración, de manera que pueda continuarse con la actividad con suficiente certeza? ¿Se revisan y comprueban los planes de continuidad de la actividad de manera periódica? ¿Se han llevado a cabo los ajustes oportunos que se han estimado necesarios a partir de estos ejercicios?
3. ¿Existen controles de gestión adecuados y personal suficiente (y adecuadamente cualificado) para asegurar que los procedimientos se aplican correctamente? ¿Examina la alta dirección los asuntos relacionados con la fiabilidad operativa con cierta regularidad, incluyendo revisiones por parte del personal que no es responsable de las operaciones en cuestión? ¿Existe una función de auditoría interna que revise los controles para el riesgo operativo?
4. Durante el último año, ¿cuántas veces ha fallado alguno de sus sistemas clave? ¿Cuál es la causa más frecuente de estos fallos? ¿Cuánto tiempo se tardó en reanudar el procesamiento? ¿Cuánta información de estas operaciones se perdió? ¿Cómo se cerciora la ECC de la exhaustividad de sus comunicaciones? ¿Cuenta con los planes de capacidad necesarios para sus sistemas clave y se prueban estos sistemas periódicamente para determinar si pueden hacer frente a grandes volúmenes de información en situaciones de tensión?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) La ECC identifica y analiza activamente las fuentes de riesgo operativo y establece políticas al respecto, incluyendo las operaciones que subcontrata a terceros y otras actividades. (P1)
 - (b) Todos los sistemas esenciales disponen de planes de continuidad de la actividad para la pronta reanudación de las operaciones críticas y estos planes han sido comprobados de manera periódica. (P2)
 - (c) Existen controles de gestión adecuados y se dispone del personal necesario para asegurar que los procedimientos se llevan a cabo como corresponde y los controles de riesgo operativo se someten a auditorías internas cada cierto tiempo. (P3)
 - (d) No se producen nunca o casi nunca fallos en los sistemas y la recuperación de operaciones funciona correctamente en caso de fallos, al tiempo que todos los sistemas son capaces de manejar grandes volúmenes de información en condiciones de tensión. (P4)
2. *Se cumple en general*
 - (a) Se cumplen 1(a), 1(b) y 1(c). (P1, P2 y P3)
 - (b) Sin embargo: se producen fallos en los sistemas principales que tienen un alcance o duración limitados, si bien la recuperación de las operaciones se realiza satisfactoriamente. (P4)
3. *Se cumple parcialmente*
 - (a) Se cumple 1(a). (P1)

- (b) Sin embargo: ocurren fallos en el sistema de forma ocasional y las dificultades para reanudar las operaciones indican que los planes de contingencia o las instalaciones de recuperación de datos deben ser actualizados. (P2 y P4)
 - (c) O bien, 1(c) no se cumple (P3)
4. *No se cumple*
- (a) No se cumple 1(a). (P1)
 - (b) O bien: se producen fallos en los sistemas principales, los planes de continuidad no resultan adecuados o persiste un nivel de incertidumbre inaceptable en cuanto a la recuperación de datos. (P2 y P4)

Recomendación 9: Liquidaciones monetarias

Las ECC deberán utilizar mecanismos de liquidación monetaria que eliminen o reduzcan al máximo sus riesgos bancarios de liquidación, es decir, los riesgos de crédito y de liquidez derivados de la utilización de bancos para efectuar liquidaciones monetarias con sus usuarios. Las transferencias de fondos a una ECC se considerarán firmes en cuanto se hayan completado.

4.9.1 Las ECC necesitan realizar liquidaciones monetarias con sus partícipes por diversas razones, entre ellas, la recaudación y pago de efectivo para cumplir las exigencias de garantías²² (el pago contra entrega de valores o mercancías se estudia en la Recomendación 10 sobre Entregas Físicas). Para realizar este tipo de liquidaciones, la ECC deberá establecer acuerdos con sus partícipes y con uno o más bancos (liquidadores).

4.9.2 Los pormenores de estos mecanismos de liquidación monetaria difieren considerablemente dependiendo de la ECC en cuestión, si bien pueden identificarse dos modelos básicos: uno con el banco central y otro con un banco liquidador. En el primer modelo, el banco central emisor (es decir, el que emite la moneda en la que se realizan los pagos) es el único banco de liquidación que utiliza la ECC, a través del cual realiza todas sus liquidaciones monetarias con sus partícipes; éstos, a su vez, pueden mantener cuentas en dicho banco central o bien pueden realizar liquidaciones con la ECC a través de bancos con cuentas en el banco central (lo que se conoce como acuerdo de liquidación jerarquizada). Con el modelo de banco de liquidación, la ECC selecciona un grupo de bancos privados que se encargarán de realizar sus liquidaciones, estableciendo cuentas en cada uno de ellos y exigiendo a sus partícipes que abran también una cuenta en alguno de ellos. Las liquidaciones monetarias entre una ECC y sus partícipes se realizan en dinero privado a través de sus cuentas en los bancos liquidadores. Siempre que resulte necesario, las cuentas que mantiene la ECC en los bancos liquidadores podrán equilibrarse con transferencias entre los bancos liquidadores, que suelen realizarse en dinero del banco central a través del sistema de pagos nacional.

4.9.3 Con el modelo del banco central, se eliminan los riesgos de liquidación bancaria para la ECC, de modo que se cumple esta recomendación sin lugar a dudas²³. Sin embargo, este sistema no siempre resulta factible, ya que es necesario que la ECC pueda acceder a una cuenta en el banco central emisor, algo que no siempre es posible, incluso en un sistema de moneda única, y menos aún cuando se trate de un sistema multivisa, en los que la ECC casi nunca puede acceder a distancia a las cuentas de cualquiera de los bancos centrales de emisión. Incluso cuando la ECC esté autorizada a ello, los sistemas de pago del banco central pertinente no suelen operar (ni proporcionar firmeza de pago) en las horas en las que la ECC necesita realizar sus liquidaciones monetarias.

4.9.4 La utilización del modelo de banco liquidador privado expone a la ECC a cualquier fallo que se produzca en dicho banco. Aún así, la ECC que opte por este sistema podrá cumplir esta

²² Esta recomendación se centra en liquidaciones monetarias derivadas de su función en tanto que ECC, de modo que cuando ésta también actúe como CDV, las liquidaciones monetarias relacionadas con esta última función no deberán examinarse con esta recomendación, sino con la Recomendación 10 de las RSLV (Activos para la Liquidación de Efectivo).

²³ Esta recomendación se centra en los riesgos de liquidación bancaria para la ECC. Si bien con el modelo del banco central se eliminan estos riesgos para la ECC, sus partícipes pueden sufrirlos si realizan sus liquidaciones a través de cuentas en bancos privados (es decir, si existe un acuerdo de liquidación jerarquizada) y no a través de sus propias cuentas en el banco central.

recomendación si adopta las medidas necesarias para limitar la probabilidad de verse expuesta a suspensiones de pagos del banco de liquidación y reducir las pérdidas potenciales y presiones de liquidez a las que se enfrentaría en tal caso. Estas medidas incluyen: (1) el establecimiento y seguimiento continuo de criterios estrictos para la utilización de un banco privado como agente liquidador; y (2) cuando sea factible, utilización de diversos bancos de liquidación y seguimiento continuo de la concentración de actividades de pago entre estos bancos.

4.9.5 Las ECC deben implantar criterios estrictos para los bancos privados que utilicen como bancos liquidadores, en los que se exigirá una cierta solvencia, acceso a la liquidez y fiabilidad operativa. Además, los bancos liquidadores deberán estar sujetos a una supervisión y regulación bancaria eficaz y contar con un adecuado nivel de capitalización, pudiendo acceder también a una amplia liquidez en los mercados o a través del banco central de emisión. Asimismo, deberán disponer de la capacidad técnica necesaria para proporcionar servicios de pago fiables en todo momento y en los términos exigidos por la ECC. Ésta, por su parte, controlará permanentemente la adherencia de sus bancos de liquidación a dichos criterios, para lo cual podrá tener en cuenta, cuando así se justifique y siempre que sea prudente, las conclusiones de las actividades supervisoras realizadas por sus reguladores bancarios a partir del seguimiento que hayan realizado del banco liquidador en cuestión.

4.9.6 Las conclusiones con respecto a la situación crediticia de una entidad no siempre son acertadas, de modo que cualquier ECC que utilice el modelo de banco liquidador privado deberá adoptar medidas complementarias para limitar su exposición al mismo en caso de que éste atraviese por dificultades. Lo ideal sería que la ECC utilizara diversos bancos liquidadores para diversificar sus riesgos de liquidación bancaria. En algunas jurisdicciones, sin embargo, puede ocurrir que sólo haya un banco capaz de cumplir los criterios de solvencia y fiabilidad operativa exigidos. En cualquier caso, incluso cuando se utilicen diversos bancos para la liquidación, el grado de diversificación de los riesgos dependerá del número de bancos liquidadores y de cómo se distribuyan entre ellos los distintos partícipes y las cantidades que les adeudan. Aun cuando se utilicen varios bancos de liquidación, es posible que la ECC siga concentrando su exposición a ellos en caso de que numerosos partícipes (o incluso sólo algunos de los más importantes) decidan utilizar el mismo banco liquidador. Esta concentración puede agravarse si el banco liquidador también actúa como miembro liquidador, o cuando la ECC haya invertido total o parcialmente sus recursos ajenos para cubrir los incumplimientos de sus participantes con este banco liquidador. Por lo tanto, las ECC deberán seguir de cerca la distribución de posiciones entre sus bancos de liquidación y evaluar sus pérdidas y presiones de liquidez potenciales en caso de que quebrara el banco que realiza la mayor parte de sus liquidaciones.

4.9.7 Tanto en el modelo de banco central como en el de banco privado, es fundamental el momento en el que se considera firme la transferencia de fondos hacia la cuenta o cuentas de la ECC. Con el primer modelo, la ECC no queda exenta de sus obligaciones con sus partícipes (y por tanto no se reduce su riesgo de contraparte) hasta que la transferencia se considere firme, es decir, cuando sea irrevocable e incondicional. Con el modelo de banco liquidador privado, no desaparecen las obligaciones de los partícipes hasta que no sean firmes sus transferencias a las cuentas de la ECC en sus bancos de liquidación y la exposición de la ECC a dichos bancos no puede reducirse ni eliminarse hasta que pueda transferir fondos en firme desde sus cuentas en los mismos. Así pues, estas transferencias (tanto en los libros de los bancos de liquidación —incluido el banco central emisor—, como entre ellos) se considerarán firmes cuando se hayan completado (es decir, en el momento en el que se acrediten por primera vez las cuentas de la ECC). Para ello, los acuerdos jurídicos entre la ECC y sus bancos de liquidación deberán determinar con claridad cuándo deben anotarse las transferencias en los libros de los distintos bancos liquidadores y estipular que estas transferencias son firmes en cuanto se hayan completado, permitiendo de inmediato una nueva transferencia de los fondos recibidos. Para que la ECC sea capaz de exigir garantías a lo largo de la jornada (Recomendación 4), los sistemas de pago de las monedas utilizadas deberán ofrecer firmeza en tiempo real o firmeza intradía en los momentos en los que la ECC desee solicitar dichos márgenes. La legislación vigente en cada jurisdicción ha de avalar las disposiciones de los esquemas jurídicos que mantiene la ECC con sus bancos liquidadores referentes a la firmeza de las operaciones. Por último, la ECC deberá confirmar que la transferencia de fondos es efectiva en el momento y forma exigida.

Aspectos clave

1. La ECC utiliza un modelo de banco central o de banco liquidador privado y adopta las medidas complementarias necesarias (véanse aspectos claves 3 y 4) para reducir la probabilidad de que se produzca una suspensión de pagos en dichos bancos, al tiempo que reduce la posibilidad de sufrir pérdidas en caso de que se produzca dicha suspensión.
2. Las transferencias de fondos a una ECC se considerarán firmes en cuanto se hayan completado. La ECC deberá comprobar continuamente que las transferencias de fondos se hayan efectuado en el momento y la forma que estipulan los acuerdos que mantiene con sus bancos de liquidación.
3. Las ECC deben implantar y comprobar el cumplimiento de criterios estrictos para los bancos privados que utilice como bancos de liquidación, en los que se exigirá una cierta solvencia, acceso a la liquidez y fiabilidad operativa.
4. La ECC deberá seguir de cerca la distribución de posiciones entre sus bancos de liquidación y evaluar sus pérdidas y presiones de liquidez potenciales en caso de que quebrara el banco con el que realiza la mayor parte de sus liquidaciones.

Preguntas clave

1. ¿Utiliza la ECC un modelo de banco central o un modelo de banco liquidador privado?
2. ¿Estipulan los acuerdos jurídicos que mantiene la ECC con su banco o bancos de liquidación que las transferencias de fondos a sus cuentas se consideran firmes en cuanto se hayan completado? ¿Están estas disposiciones avaladas por la legislación de las jurisdicciones pertinentes? ¿Ofrecen firmeza intradía los sistemas de pago correspondientes a las monedas utilizadas? ¿Confirma continuamente la ECC que las transferencias de fondos se han completado en el momento y la forma que exigen estos acuerdos?
3. Cuando se utilice el modelo de banco liquidador privado, ¿establece y controla la ECC unos criterios estrictos para sus bancos en los que se contemplen aspectos como su solvencia, acceso a la liquidez y fiabilidad operativa?
4. Cuando se utilice el modelo de banco liquidador privado, ¿vigila la ECC activamente la concentración de sus exposiciones en los distintos bancos de liquidación y evalúa de manera rutinaria sus posibles pérdidas y presiones de liquidez derivadas de una suspensión de pagos en alguno de estos bancos?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) La ECC utiliza un modelo de banco central y las transferencias de fondos a las cuentas de la ECC se consideran firmes en cuanto se completan. (P1 y P2)
 - (b) O bien: la ECC utiliza un modelo de banco liquidador privado y (i) las transferencias de fondos a las cuentas de la ECC se consideran firmes en cuanto se completan (P2); (ii) la ECC establece y controla el cumplimiento de criterios estrictos para los bancos que utiliza, en los que se determina su credibilidad, acceso a la liquidez y fiabilidad operativa (P3); y (iii) la ECC vigila activamente la concentración de sus exposiciones en los diferentes bancos de liquidación, evaluando de manera rutinaria sus posibles pérdidas y presiones de liquidez (P4).
2. *Se cumple en general*
 - (a) Se cumplen 1(b)(i) y 1(b)(ii). (P2 y P3)
 - (b) Sin embargo, 1(b)(iii) no se cumple totalmente. La ECC vigila la concentración de posiciones entre los bancos de liquidación, pero no de una manera activa, o bien no evalúa de manera rutinaria sus posibles pérdidas y presiones de liquidez. (P4)

3. *Se cumple parcialmente*
 - (a) Se cumple 1(b)(i). (P2)
 - (b) Sin embargo, 1(b)(ii) no se cumple totalmente. Se observan deficiencias en los procedimientos empleados por la ECC para vigilar la adherencia de los bancos liquidadores a sus criterios; o bien, no se cumple 1(b)(iii). (P4)
4. *No se cumple*
 - (a) La ECC utiliza el modelo de banco central pero las transferencias de fondos a las cuentas de la ECC no se consideran firmes en cuanto se completan. (P1 y P2)
 - (b) O bien, no se cumple 1(b)(i) o 1(b)(ii). (P2 y P3)

Notas explicativas

1. En las RSLV, se emplea el término “liquidación de efectivo” para hacer referencia a la liquidación de obligaciones de pago relacionadas con la entrega de valores dentro de una CDV. Se ha evitado la utilización de dicho término precisamente por su ambivalencia para describir también un método para liquidar contratos de derivados mediante el pago de efectivo en vez de entregar el activo subyacente.

Recomendación 10: Entrega física

Las ECC han de definir con claridad cuáles son sus obligaciones con respecto a la entrega física de activos, debiendo identificar y gestionar los riesgos que se desprenden de dichas obligaciones.

4.10.1 Las obligaciones que asume una ECC varían, especialmente en lo referente a la entrega²⁴. Muchos de los contratos que se compensan en las ECC exigen (o permiten) que su liquidación sea física, es decir, que el vendedor le entregue al comprador los activos entregables (por ejemplo, acciones, bonos, divisas o mercancías) a cambio del pago de efectivo. Entre estos contratos se cuentan operaciones en los mercados de efectivo u operaciones con derivados que no exijan la liquidación de efectivo en las fechas de entrega o de vencimiento. Es en estas fechas cuando la ECC debe asumir la obligación de entregar o recibir un instrumento físico, o bien puede ceder dichas obligaciones a determinados partícipes, en cuyo caso, si alguno de éstos incumpliera su obligación, la ECC deberá indemnizar al resto de partícipes por cualquier pérdida que hayan sufrido. En este último caso, la ECC no garantizaría la entrega ni el recibo del instrumento financiero, ni tampoco del pago asociado. Son posibles muchas otras variantes de las obligaciones de entrega de una ECC e independientemente de la obligación asumida, la ECC deberá comunicar con claridad a sus partícipes las obligaciones que asume con respecto a la entrega de los instrumentos financieros.

4.10.2 A raíz del proceso de entrega que debe organizar, la ECC se enfrenta tanto al riesgo de crédito como de liquidez. En el momento de la entrega, todo el principal de la operación puede estar expuesto a riesgos, por lo que este tipo de riesgo de crédito se conoce a menudo como riesgo de principal. Tanto el comprador (que recibe el instrumento físico) como el vendedor (que lo entrega) se ven expuestos al riesgo de principal. Por su parte, el riesgo de liquidez surge porque, si el comprador incumple su obligación, la ECC tendrá que abonar al vendedor (que no haya incumplido) la cantidad que se le adeude. Si una ECC garantiza la entrega de un instrumento físico, se enfrenta a un cierto riesgo de liquidez asociado a la adquisición del instrumento en caso de que el vendedor incumpla. La ECC deberá por tanto identificar y reducir los riesgos de crédito y liquidez a los que se expone en el proceso de entrega. Para ello, las medidas concretas a adoptar dependerán de las obligaciones que asuma, los mecanismos de los que disponga para la liquidación del instrumento físico que haya que entregar y la importancia de los riesgos derivados de la liquidación física de las operaciones de la ECC y de cualquier mercado relacionado en general. Para algunas ECC, esta puede ser una fuente de riesgo relativamente escasa.

²⁴ Esta recomendación no se aplica a la libre circulación de colateral para satisfacer las exigencias de garantías.

4.10.3 El riesgo de principal puede eliminarse utilizando mecanismos de entrega contra pago (ECP), por el que se vincula un sistema para la transferencia de fondos (pago) a un sistema para la transferencia física del instrumento (entrega) de tal manera que se garantice que el pago se producirá única y exclusivamente cuando se realice la entrega. Así, cuando una ECC esté obligada a realizar una entrega, deberá eliminar el riesgo de principal utilizando algún mecanismo de ECP.

4.10.4 En algunos casos, la ECC puede asumir obligaciones relacionadas con la entrega física de instrumentos para los que no se dispone de ningún mecanismo de liquidación ECP, por lo que deberá adoptar otras medidas para mitigar el riesgo de principal. A menudo, la ECC mantiene garantías para cubrir el riesgo de precios previo a la liquidación de la posición, que podrán mantenerse hasta que la entrega se haya completado. Sin embargo, su valor suele ser inferior al valor del principal que está en riesgo en el momento de la entrega, de modo que la ECC deberá contar con otro tipo de protección cuando realice la entrega. Algunas ECC exigen a sus partícipes que preparen por adelantado el pago de algunas entregas o que presenten algún tipo de garantía de pago a través de un banco agente (este último instrumento puede ser un compromiso irrevocable por parte del banco del partícipe para garantizar el pago al banco de la ECC). En cuanto al instrumento físico, la ECC deberá designar una entidad a la que se autorice su entrega, de manera que sólo se entregarán los fondos al vendedor una vez se tenga constancia de la entrega a dicha entidad. El instrumento físico se entrega al comprador sólo si ha realizado su pago con antelación o si ha facilitado una garantía de pago aceptable.

4.10.5 La ECC deberá gestionar su riesgo de liquidez incluso cuando se utilice un mecanismo de ECP, para lo cual, deberá disponer de una facilidad de liquidez destinada a garantizar la disponibilidad de fondos para abonar al vendedor en caso de que el comprador no cumpla sus obligaciones en el momento de la entrega, facilidad que suele estar garantizada mediante el instrumento físico entregado por el vendedor. Además, la ECC deberá contar con acuerdos para la venta del instrumento entregado. Cuando una ECC asuma la obligación de entregar un instrumento físico al comprador, deberá contar con una facilidad que le permita adquirir dicho instrumento en caso de que el vendedor no cumpla con la entrega. En estos casos, deberá estipular con claridad una serie de requisitos relativos a la entrega retrasada por parte del vendedor (por ejemplo, recargos por entrega tardía o concesión o toma en préstamo obligatoria de valores) para facilitar una alta tasa de liquidación que reduzca el riesgo.

4.10.6 Al margen de los riesgos de crédito y liquidez, la ECC también tiene que hacer frente a riesgos relacionados con el almacenaje y entrega de instrumentos físicos para la liquidación. Cuando la ECC sea responsable de almacenar y transportar los instrumentos, deberá adoptar las medidas que mejor se adapten a las características concretas de dichos instrumentos (por ejemplo, almacenaje en condiciones especiales de temperatura y humedad, en el caso de mercancías perecederas). También deberá tener en cuenta otras medidas (como medidas de seguridad y cobertura mediante seguro) destinadas a reducir los riesgos de almacenaje y entrega (distintos del riesgo de principal). En algunos casos, la ECC podrá poner en contacto a los partícipes con obligaciones de entrega de un determinado instrumento con aquellos que deben recibirlos, apartándose así de cualquier relación directa en cuanto al almacenaje y entrega. En tales circunstancias, las obligaciones jurídicas para la entrega de los instrumentos deberán estar estipuladas con claridad en las normas en vigor (inclusive las relativas al incumplimiento) y en cualquier otro acuerdo conexas. En concreto, deberá especificarse si la parte que recibe el instrumento deberá exigir la indemnización de una ECC o de la parte que realiza la entrega en caso de haberse producido pérdidas. Además, la ECC deberá estar autorizada a comprobar si sus usuarios disponen de los sistemas y recursos necesarios para cumplir sus obligaciones con profesionalidad.

Aspectos clave

1. Las normas por las que se rige la ECC deben estipular con claridad cuáles son sus obligaciones con respecto a la entrega de instrumentos físicos, especificando si está obligada a entregar o recibir un instrumento físico o si indemniza a sus partícipes en concepto de pérdidas sufridas durante el proceso de entrega.
2. Cuando una ECC esté obligada a entregar o recibir instrumentos físicos, deberá eliminar el riesgo de principal utilizando algún mecanismo de ECP, y en caso de que tal opción no sea posible, la ECC adoptará las medidas necesarias para cubrir el riesgo de principal.

3. Cuando la ECC tenga la obligación de entregar o aceptar instrumentos físicos, deberá adoptar las medidas necesarias para identificar y mitigar todos los riesgos de liquidez, almacenaje y entrega (distintos del riesgo de principal) a los que se vea expuesta a lo largo de la entrega.

Preguntas clave

1. ¿Cuenta la ECC con normas que estipulen con claridad cuáles son sus obligaciones con respecto a la entrega física de instrumentos?
2. ¿Está obligada la ECC a entregar o recibir instrumentos físicos? En caso afirmativo, ¿utiliza mecanismos de ECP a fin de eliminar el riesgo de principal? Cuando tal opción no sea posible, ¿ha adoptado la ECC otras medidas para cubrir el riesgo de principal?
3. ¿Ha identificado la ECC los riesgos de liquidez, almacenaje y entrega (distintos del riesgo de principal) a los que se expone a raíz de la entrega a la que está obligada? ¿Adopta medidas para mitigar dichos riesgos? ¿De qué medidas se trata?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) La ECC estipula con claridad cuáles son sus obligaciones con respecto a la entrega de los instrumentos físicos. (P1)
 - (b) La ECC utiliza mecanismos de ECP para la entrega de instrumentos físicos o bien adopta otras medidas destinadas a reducir el riesgo de principal al que se expone cuando no disponga de ningún mecanismo de ECP. (P2)
 - (c) La ECC identifica los riesgos de liquidez, almacenaje y entrega (distintos del riesgo de principal) a los que se expone y adopta las medidas necesarias para mitigarlos. (P3)
2. *Se cumple en general*
 - (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
 - (b) Sin embargo, 1(c) no se cumple totalmente. Subyacen deficiencias en los sistemas empleados por la ECC para gestionar sus riesgos de liquidez, almacenaje y entrega (distintos del riesgo de principal) a raíz de las liquidaciones con instrumentos físicos. (P3)
3. *Se cumple parcialmente*
 - (a) Se cumple 1(a). (P1)
 - (b) Sin embargo, 1(b) no se cumple (P2)
4. *No se cumple*
 - (a) No se cumple 1(a). (P1)

Notas explicativas

1. Las obligaciones de una ECC con respecto a la entrega variarán según el producto en cuestión. Al determinar el cumplimiento de esta recomendación, habrá que prestar atención a los mecanismos de entrega para los productos que suelen negociarse en mayor medida.
2. Si la ECC no está obligada a realizar la entrega física de los instrumentos y así lo estipula claramente, se entenderá que la ECC ha cumplido esta recomendación.

Recomendación 11: Riesgos en los enlaces entre dos ECC

Las ECC que establezcan enlaces con otra ECC en otro país o dentro del mismo país para compensar operaciones deberán evaluar las fuentes de riesgo potenciales y asegurar que dichos riesgos se gestionan de manera prudente en todo momento. Deberá existir un marco de cooperación y coordinación entre las autoridades pertinentes de regulación y vigilancia.

4.11.1 Las ECC establecen enlaces para facilitar un proceso de compensación más eficaz. Estos enlaces permiten que los usuarios de una ECC para un mercado puedan negociar en otro mercado, sin dejar de compensar por ello sus operaciones a través de sus acuerdos en vigor. Al ampliar las oportunidades de negociación con las que cuentan los partícipes sin los costes que normalmente suelen ir asociados al establecimiento de nuevas relaciones, estos enlaces amplían la liquidez en los mercados. Además, también se reducen los costes que conllevan para la ECC el desarrollo y funcionamiento de los sistemas, ya que les permite compartir estos gastos.

4.11.2 Los enlaces que se establecen entre las ECC pueden adoptar formas diversas, dependiendo del grado de integración que mantengan y de si se transfieren las obligaciones que mantiene la ECC frente a sus partícipes. El modelo más sencillo de enlace consiste en que una ECC se convierte en el miembro liquidador de otra ECC, sin ninguna otra integración de sistemas, aunque existen otros modelos en los que las ECC fusionan sus sistemas para ofrecer una única plataforma de compensación. Los acuerdos transfronterizos entre ECC conllevan algunas de las implicaciones de los enlaces para las ECC, ya que éstas utilizan mutuamente sus sistemas de gestión de riesgos para calcular las posiciones de sus participantes y exigir garantías como si se tratara de una única cartera. Por ello, también deberá examinarse estos acuerdos para evaluar esta recomendación (en las Notas explicativas que aparecen al final de esta recomendación se describen de manera sucinta los distintos tipos de enlaces).

4.11.3 El tipo de riesgos que presente un enlace y su gravedad dependerán de su grado de integración. Por ejemplo, cuando se establezca un enlace de participación con escasa interdependencia entre sistemas, no serán necesarios grandes cambios en la manera en la que las ECC que forman parte del mismo gestionan sus riesgos. Ahora bien, en caso de incumplimiento por parte de alguna ECC del enlace, las consecuencias pueden ser mayores y más complejas que si se hubiera producido el incumplimiento de cualquier otro participante, incluso aunque se tratara de un importante miembro liquidador. Aunque cada enlace presentará su propio perfil de riesgo, es posible identificar aspectos genéricos relacionados con los riesgos legal, operativo, de crédito y de liquidez, así como problemas genéricos para poder realizar una labor eficaz de regulación y vigilancia. Antes de formar parte de ningún enlace, la ECC ha de evaluar las fuentes potenciales de riesgos que plantea, con el fin de diseñar acuerdos que mantengan estos riesgos bajo control y poder así cumplir el contenido de estas recomendaciones. La ECC que participe en un enlace deberá poder cumplir oportunamente todas sus obligaciones con respecto a los demás integrantes del enlace y a los usuarios del mismo. Además, su participación en el mismo no deberá comprometer su capacidad para cumplir oportunamente las obligaciones que mantiene con sus partícipes que no utilicen el enlace.

4.11.4 Los enlaces plantean riesgos legales derivados de las diferencias entre las leyes y normas contractuales que rigen los sistemas enlazados y a sus partícipes, como las referidas a la novación o la oferta abierta, la compensación de saldos, acuerdos de colateral y firmeza de liquidación, así como el conflicto entre legislaciones. Las divergencias entre leyes y normas pueden generar incertidumbre con respecto a la capacidad de exigir el cumplimiento de las obligaciones que asume la ECC mediante novación u oferta abierta en las jurisdicciones en las que la ley no contempla estas figuras jurídicas. Además, estas divergencias también pueden conceder a los partícipes de una ECC, sin pretenderlo, un derecho frente a otra ECC del enlace en caso de que la primera ECC incumpla sus obligaciones. Por su parte, los diferentes criterios y plazos para la firmeza también crean riesgos, ya que las transferencias que se consideran firmes en un sistema pueden no serlo en otra ECC del enlace. Para reducir al máximo todas estas inquietudes, las respectivas obligaciones y derechos de las ECC que formen parte del enlace deberán quedar claramente definidas en los términos del enlace, debiéndose determinar sin ambigüedad alguna el derecho aplicable. Así pues, las leyes y normas contractuales que rigen tanto los sistemas enlazados como el propio enlace habrán de ser conformes al diseño del enlace y ofrecer una adecuada protección a las ECC y a sus partícipes.

4.11.5 Los enlaces también pueden presentar riesgos operativos a causa de deficiencias relacionadas con su funcionamiento, que pueden deberse a diferencias de husos horarios y de días y horas hábiles de operación, especialmente cuando influyan en la disponibilidad de los empleados y en el funcionamiento de otros sistemas o instituciones conectadas como las CDV. Los sistemas y esquemas de comunicación entre distintas ECC deberán ser fiables y seguros, de tal modo que la actividad del enlace no plantee riesgos operativos significativos para las ECC enlazadas.

4.11.6 También es posible que los enlaces entre ECC creen sustanciales interdependencias de crédito y liquidez entre los sistemas. Así, cuando una ECC se convierte en usuaria de otra ECC a través de un enlace, ambas se ven expuestas mutuamente a riesgos de crédito y liquidez, por lo que

los términos de esta relación contractual deberán establecer cómo se gestionarán estas exposiciones. También surgen riesgos a través de las concentraciones de los participantes, acuerdos de garantías o márgenes cruzados y puesta en común de recursos financieros (cuando proceda), ya que el incumplimiento en uno de los sistemas puede generar pérdidas y presiones de liquidez en el sistema enlazado. Esta interdependencia puede reducir la probabilidad de que se produzca un incumplimiento, pero agrava su impacto en caso de que acontezca. Será necesario identificar, vigilar y gestionar de manera eficaz las posibles causas de riesgos de crédito y de liquidez que afronta la ECC como consecuencia de su participación en el enlace, en especial, cuando se trate de acuerdos transfronterizos.

4.11.7 Los enlaces entre ECC de distintos países también puede generar incertidumbre acerca de las respectivas responsabilidades de las autoridades pertinentes de regulación y vigilancia. Puede no estar claro qué autoridad regula cada aspecto de un enlace, o bien las ECC pueden estar sujetas a reglamentos duplicados o incluso incompatibles. Para reducir al máximo esta incertidumbre, el enlace deberá estar sujeto a la notificación previa a las correspondientes autoridades de regulación y vigilancia, con el fin de demostrarles que la presencia del enlace no pone en peligro la eficacia de su labor. También deberá existir un marco para la cooperación y coordinación entre las autoridades pertinentes, donde se incluyan disposiciones para el intercambio de información y para la distribución de responsabilidades en caso de ser necesaria una acción reguladora conjunta.

Aspectos clave

1. Antes de formar parte de ningún enlace, la ECC ha de evaluar las fuentes potenciales de riesgos que éste plantea. Los acuerdos resultantes deberán estar diseñados para permitir que la ECC siga cumpliendo el resto de recomendaciones contenidas en este informe.
2. Las leyes y normas contractuales que rigen tanto los sistemas enlazados como el propio enlace habrán de ser conformes al diseño del enlace y ofrecer una adecuada protección a las ECC y a sus partícipes.
3. Será necesario vigilar y gestionar de manera eficaz las posibles causas de los riesgos de crédito y de liquidez que afronta la ECC como consecuencia de su participación en el enlace.
4. A efectos de regulación y vigilancia del enlace, deberá existir un marco para la cooperación y coordinación entre las autoridades pertinentes encargadas de la regulación y vigilancia, donde se incluyan disposiciones sobre el intercambio de información y la distribución de responsabilidades en caso de ser necesaria una acción reguladora conjunta.

Preguntas clave

1. ¿Qué tipos de enlaces se han establecido? ¿Ha analizado la ECC las posibles fuentes de riesgo que plantea el enlace? ¿Se han diseñado los acuerdos de gestión del riesgo para minimizar o contener este tipo de riesgos de tal manera que la ECC siga siendo capaz de cumplir el resto de recomendaciones contenidas en este informe?
2. ¿Cuáles son las leyes y normas contractuales por las que se rige el enlace? ¿Qué medidas han adoptado las ECC para asegurarse de que éstas son conformes al diseño del enlace y que les ofrecen la protección necesaria para el buen funcionamiento del enlace?
3. ¿Cuáles son las posibles fuentes de riesgo operativo, de crédito y de liquidez que plantea el enlace? ¿Existen mecanismos, como los acuerdos entre las ECC del enlace, para vigilar y gestionar estos riesgos?
4. A efectos de regulación y vigilancia del enlace, ¿existe un marco para la cooperación y coordinación entre las autoridades pertinentes encargadas de la regulación y vigilancia, donde se incluyan disposiciones sobre el intercambio de información y la distribución de responsabilidades en caso de ser necesaria una acción reguladora coordinada?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) Se ha realizado un análisis de los riesgos que plantea el diseño del enlace. (P1)

- (b) Las leyes y normas contractuales son conformes el diseño del enlace y proporcionan la protección adecuada a las dos ECC que participan en el enlace. (P2)
 - (c) Se han identificado los riesgos operativo, de crédito y de liquidez que afronta la ECC a raíz de su participación en el enlace y se han adoptado las medidas necesarias entre las ECC para asegurar que estos riesgos se vigilen y gestionen eficazmente. (P3)
 - (d) Existe un marco adecuado para la cooperación y coordinación entre las autoridades pertinentes de regulación y vigilancia. (P4)
2. *Se cumple en general*
- (a) Se cumplen 1(a), 1(b) y 1(c). (P1, P2 y P3)
 - (b) Sin embargo, 1(d) no se cumple totalmente. No se ha establecido el marco para la cooperación entre las autoridades pertinentes de regulación y vigilancia o no funciona correctamente. (P4)
3. *Se cumple parcialmente*
- (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
 - (b) Sin embargo, 1(c) no se cumple totalmente. El seguimiento y gestión de los riesgos identificados presentan deficiencias. (P3)
4. *No se cumple*
- (a) No se cumple 1(a) o 1(b). (P1 y P2)

Notas explicativas

1. En los enlaces más sencillos, los agentes de compensación de una ECC que forme parte del enlace seguirán refiriéndose al cumplimiento de las obligaciones por parte de dicha ECC. Las ECC, por su parte, mantienen posiciones mutuas que deben ser gestionadas, de modo que una de las ECC (la ECC "partícipe") suele depositar garantías para respaldar sus obligaciones con el enlace en el que participa, igual que haría cualquier otro agente de compensación. Cuando cada ECC es participante de la otra, el enlace funciona en ambas direcciones, de tal modo que las posiciones entre las ECC se mantienen mientras no se hayan cerrado.

2. Otros enlaces han sido diseñados para facilitar la transferencia de posiciones entre ECC. En estos casos, los partícipes del mercado pueden abrir sus posiciones en un producto que compensa una determinada ECC (la ECC "de acogida") pero éstas pueden transferirse más tarde a la ECC "de origen" de donde procede dicho producto. La ECC "de acogida" asume el riesgo de contraparte de sus partícipes hasta que las posiciones hayan sido transferidas a la ECC "de origen", normalmente al final de la jornada. A partir de ese momento, la ECC "de origen" pasa a ser la contraparte del partícipe de la ECC "de acogida" para las posiciones transferidas, asumiendo así el riesgo de contraparte frente a dicho partícipe.

3. Otro tipo de enlace es aquel en el que las transacciones entre los partícipes de cada ECC se gestionan de manera conjunta por las ECC que lo componen. En estos casos, cuando se abre una posición en una ECC, se crea inmediatamente una posición idéntica pero de signo opuesto en la otra ECC del enlace. De este modo, el partícipe de una ECC conserva el riesgo de contraparte con respecto a su ECC. Cada ECC participa como iguales en los sistemas de la otra ECC del enlace, por lo que se hace necesario llegar a un acuerdo sobre la metodología de gestión de riesgos para cada producto.

4. Por último, el modelo más integrado es aquel en el que las ECC fusionan de hecho sus sistemas para ofrecer una plataforma única de compensación. El partícipe de una ECC proseguirá su relación con ésta, si bien toda la gestión de riesgos la realizarán los sistemas integrados del enlace. Los criterios de participación, incumplimiento, exigencias de garantías, recursos financieros y condiciones operativas a los que están sujetas las ECC se armonizan, por lo que pueden variar con respecto a lo estipulado en una o ambas ECC antes de participar en el enlace.

Recomendación 12: Eficiencia

Al tiempo que realizan operaciones seguras y protegidas, las ECC deben ser efectivas en términos de costes al satisfacer las exigencias de sus usuarios.

4.12.1 Al evaluar la eficiencia de las ECC, se debe equilibrar cuidadosamente las necesidades de los usuarios y los costes que se les imponen, exigiendo en todo momento que el sistema cumpla con estándares de seguridad apropiados. Si las ECC son ineficientes, la actividad financiera puede verse distorsionada. Sin embargo, la primera prioridad de una ECC es garantizar a los partícipes del mercado el cumplimiento oportuno de sus obligaciones, a pesar del incumplimiento de alguno de sus partícipes.

4.12.2 La eficiencia comporta varios aspectos y es difícil evaluarla en términos definitivos en un sistema concreto de liquidación. Por ello, al realizar esta evaluación, habrá que determinar sobre todo si la ECC cuenta con mecanismos para revisar periódicamente sus distintas prestaciones, costes, precios y fiabilidad operativa. Cuando exista competencia efectiva entre las ECC y los partícipes tengan opciones válidas entre las que elegir, se estará contribuyendo a la eficiencia de las ECC, a pesar de que la existencia de determinadas barreras de entrada económicas (y en ocasiones también reguladoras) puede distorsionar dicha competencia. Mientras que la responsabilidad para la promoción de prácticas competitivas puede recaer en autoridades distintas de los reguladores de valores y los bancos centrales, son éstos precisamente los encargos de fomentar la eficiencia en los sistemas de pago y liquidación. Por ello, y de conformidad con este objetivo y con las RSLV, han incluido esta recomendación para los ECC.

4.12.3 Las ECC intentarán proporcionar los servicios que demanden sus usuarios de la manera más eficiente posible, para lo cual deberán satisfacer sus necesidades, ofreciendo al mismo tiempo seguridad operativa y un sistema con capacidad suficiente para gestionar tanto los volúmenes de operación actuales como los potenciales. Al analizar los costes generales de las ECC, es importante incluir tanto los costes directos de su funcionamiento (por ejemplo, el coste para los usuarios) como los costes indirectos (como los costes de liquidez).

4.12.4 La responsabilidad principal a la hora de fomentar la eficiencia y controlar los costes de un sistema recae en los diseñadores, propietarios y operadores. En algunas jurisdicciones, las autoridades reguladoras o de defensa de la competencia pueden ser las responsables de examinar los costes que se repercuten a los usuarios, especialmente cuando el sistema goce de algún tipo de monopolio sobre el servicio que proporciona. En este sentido, los principios de la legislación antimonopolio y de defensa de competencia también pueden ser relevantes. En el caso de que una ECC se enfrente a una competencia real, es probable que las fuerzas de mercado proporcionen incentivos para controlar los costes.

4.12.5 Las ECC pueden utilizar diversos mecanismos para mejorar su eficiencia, por ejemplo, desarrollando la capacidad técnica necesaria para satisfacer las exigencias operativas de sus partícipes al prestarles sus servicios. Cuando corresponda, también podrían ayudar a que los partícipes del mercado no tengan que mantener interfaces diversas mediante la creación de estándares de comunicación y acuerdos de interfaz de sistemas entre los distintos partícipes, o incluso podrían establecer procedimientos y normas de comunicación que propugnaran el procesamiento automatizado de las operaciones de principio a fin, siempre que resultara adecuado.

Aspectos clave

1. La ECC deberá contar con procedimientos para revisar periódicamente sus costes y estructura de precios.
2. La ECC deberá disponer de mecanismos para revisar periódicamente su gama de prestaciones y fiabilidad operativa.

Preguntas clave

1. ¿Cuenta la ECC con procedimientos adecuados para controlar sus costes? (Por ejemplo, comparando sus costes y recargos con otras ECC que proporcionen servicios similares y analizando los motivos por los que existe cualquier diferencia sustancial). ¿Ha establecido la ECC mecanismos para revisar de forma periódica su estructura de precios con respecto a sus gastos de explotación?

2. ¿Analiza la ECC de manera periódica su gama de prestaciones (por ejemplo, encuestando a sus partícipes)? ¿Cuenta con procedimientos para revisar de forma periódica su fiabilidad operativa, incluidos su capacidad de respuesta ante la demanda prevista?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
- (a) La ECC cuenta con diversos procedimientos para revisar sus costes y estructura de precios, algo que realiza de forma periódica. (P1)
 - (b) La ECC examina de manera periódica su fiabilidad operativa y su gama de prestaciones. (P2)
2. *Se cumple en general*
- (a) No se cumple totalmente 1(a) o 1(b). La ECC no revisa periódicamente sus costes y estructura de precios, o bien no revisa periódicamente su fiabilidad operativa ni su gama de prestaciones. (P1 y P2)
3. *Se cumple parcialmente*
- (a) No se cumple 1(a) o 1(b). (P1 y P2)
4. *No se cumple*
- (a) La ECC no cuenta con los procedimientos necesarios para examinar su capacidad, sus costes y su estructura de precios, ni posee los métodos adecuados para examinar su gama de prestaciones. (Q1, 2)

Notas explicativas

1. Al evaluar la eficiencia de las ECC, habrá que encontrar un cierto equilibrio entre, por un lado, las necesidades de los usuarios y los costes que soportan y, por el otro, la exigencia de que el sistema cumpla con estándares apropiados de seguridad y protección.
2. Resulta difícil determinar la eficiencia de una ECC, por lo que habrá que entender a la perfección el entorno en el que opera. Cuando la ECC se inserta en un entorno competitivo, las fuerzas de mercado probablemente controlen de algún modo la estructura de costes, pero si existen barreras que distorsionen la competencia para la provisión de servicios por parte de una ECC, una correcta evaluación necesitará contar con la opinión de los agentes del mercado y de las autoridades pertinentes de regulación y defensa de la competencia acerca de la eficiencia de la ECC y de su capacidad para satisfacer las necesidades de sus clientes.

Recomendación 13: Buen gobierno

Los esquemas de buen gobierno de las ECC deberán ser claros y transparentes, para cumplir así los requisitos de interés público e impulsar los objetivos de sus propietarios y usuarios. En concreto, deberán fomentar la eficacia de sus procesos de gestión del riesgo.

4.13.1 Los acuerdos de buen gobierno incluyen las relaciones entre los propietarios, administradores y otras partes interesadas, incluidos los usuarios y las autoridades que representan el interés público. Los principales elementos de un sistema de buen gobierno son su régimen de propiedad; la composición y función del consejo; la estructura y función del comité de auditoría, del comité encargado del nombramiento de altos cargos y otros comités directivos importantes; las líneas de responsabilidad entre la alta dirección y el consejo; así como el proceso que asegura que la alta dirección responde de sus actos.

4.13.2 Las ECC, junto con las CDV, se sitúan en el centro del proceso de liquidación. Además, al estar sus actividades sujetas a importantes economías de escala, muchas de ellas son los únicos proveedores de estos servicios en el mercado en el que se insertan. Por lo tanto, su labor es fundamental para la seguridad y eficiencia de estos mercados, convirtiéndose así en un asunto de interés público. Esta recomendación intenta ser acorde con los códigos de gobierno corporativo de

cada jurisdicción y poner de relieve la necesidad de que las ECC cuenten con acuerdos de buen gobierno que respalden una sólida gestión del riesgo.

4.13.3 No existe un único compendio de acuerdos de buen gobierno que resulte adecuado para el conjunto de las instituciones en los diversos mercados y esquemas reguladores. No obstante, para que una institución se considere bien gobernada deberán cumplirse ciertos requisitos básicos. En primer lugar, los acuerdos de buen corporativo deben estar claramente detallados y ser totalmente transparentes. Los propietarios, usuarios (actuales e interesados) y autoridades públicas deberán estar al tanto de cuáles son sus objetivos, quiénes son los principales responsables de alcanzarlos y en qué medida se han logrado. Tales objetivos deberán incluir una buena gestión del riesgo y el cumplimiento de los requisitos de interés público. Otra parte importante de los mecanismos de buen gobierno es la composición del consejo y los objetivos que éste fije para la alta dirección. El consejo deberá contar con las aptitudes necesarias y tener en cuenta todos los intereses en juego. Una manera de conocer los objetivos de los usuarios es a través de su representación en el consejo o en los comités de participación. Tanto la alta dirección como el consejo deberán estar capacitados y motivados para alcanzar los objetivos de la ECC y satisfacer al mismo tiempo los requisitos de interés público respondiendo de sus acciones ante sus propietarios y usuarios. Las líneas de responsabilidad entre la alta dirección y el consejo deberán ser nítidas y directas, siendo éste último el encargado de escoger, evaluar y, cuando sea necesario, cesar a los altos directivos.

4.13.4 Los mecanismos de buen gobierno de una ECC revisten especial importancia, debido al posible conflicto de intereses que puede existir con respecto a la gestión de riesgos entre sus propietarios, directivos, partícipes, la plataforma de negociación e intercambio a la que presta sus servicios y el público en general. Para que estos conflictos no alteren la eficacia de la gestión de riesgos en la ECC, es esencial que los encargados de este ámbito dispongan de suficiente independencia para realizar su función correctamente, de tal manera que exista una clara delimitación entre las líneas de responsabilidad para la gestión del riesgo y para el resto de operaciones en la ECC. En muchos casos, puede ser necesaria la creación de un comité independiente para el riesgo, cuyo mandato y procedimientos de actuación (o los de cualquier otro grupo establecido a tal efecto) deberán estar claramente definidos y divulgados.

4.13.5 Las ECC tienen acceso a información sensible sobre las posiciones de sus partícipes, la cual podría ser utilizada con otros fines. En consecuencia, la ECC deberá adoptar las medidas necesarias para evitar este tipo de abusos (por ejemplo, mediante líneas de separación claras entre las distintas funciones).

4.13.6 Será necesario cumplir los requisitos básicos para el cumplimiento de esta recomendación sobre buen gobierno tanto si la ECC es una mutualidad como si se trata de una entidad con fines de lucro.

Aspectos clave

1. Los sistemas de buen gobierno han de estar claramente estipulados y estar a disposición del público.
2. Deberá existir una clara delimitación entre las líneas de responsabilidad para la gestión del riesgo y para el resto de operaciones de la ECC.
3. Tanto la alta dirección como el consejo deberán estar suficientemente capacitados y motivados para conseguir los objetivos de la ECC, especialmente en cuanto a la consecución de una sólida gestión del riesgo y al cumplimiento de las exigencias de interés público relacionadas. Además, ambas partes serán los responsables últimos de las operaciones de la ECC. El consejo, por su parte, deberá estar suficientemente capacitado y tener en cuenta todos los intereses en juego.
4. Los propietarios, usuarios (actuales e interesados) y autoridades públicas deberán estar al tanto de sus objetivos, de quiénes son los principales responsables de alcanzarlos y del grado en que éstos se hayan logrado.

Preguntas clave

1. ¿Cuáles son los acuerdos de buen gobierno de la ECC? ¿Qué información sobre la ECC, su régimen de propiedad y su estructura de gestión está a disposición del público?

2. ¿Existe una clara delimitación entre las líneas de responsabilidad para la gestión del riesgo y las del resto de operaciones? ¿Cómo se consigue esta separación? ¿Existe un comité independiente para la gestión del riesgo?

3. ¿Qué medidas se adoptan para asegurar la correcta capacitación y motivación de la alta dirección y del consejo a fin de alcanzar los objetivos de la ECC, que son prestar sus servicios de manera adecuada y eficaz y satisfacer el interés público? ¿Con qué mecanismos cuenta el consejo para asegurar que estos son precisamente sus objetivos? ¿Cómo asumen la alta dirección y el consejo la responsabilidad de sus actos? ¿Cómo se determina la composición del consejo? ¿Existen mecanismos que aseguren que el consejo está suficientemente capacitado y tiene en cuenta todos los intereses pertinentes? ¿Son nítidas y directas las líneas de responsabilidad entre la alta dirección y el consejo? ¿Es el consejo el responsable de la selección, evaluación y, cuando sea necesario, cese de la alta dirección?

4. ¿Se ha informado a los propietarios, partícipes y autoridades públicas de los objetivos de la ECC, de quienes son los responsables de su consecución y de hasta qué punto se han alcanzado? En ese caso, ¿cuáles/quienes son?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*

- (a) Los esquemas de buen gobierno están claramente detallados y se encuentran a disposición del público. (P1)
- (b) Existe una delimitación clara entre las líneas de responsabilidad para la gestión del riesgo y para el resto de operaciones de la ECC. (P2)
- (c) El consejo y la alta dirección cuentan con la capacitación y especialización necesarias para alcanzar los objetivos de la ECC y asumen por completo la responsabilidad de sus actos. Estos objetivos incluyen una adecuada gestión del riesgo y la satisfacción del interés público. (P3)
- (d) Los propietarios, partícipes y autoridades públicas están al tanto de cuáles son los objetivos de la ECC, quienes son responsables de su consecución y hasta qué punto se han cumplido. (P4)

2. *Se cumple en general*

- (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
- (b) Sin embargo, no se cumple 1(c) o 1(d). (P3 y P4)

3. *Se cumple parcialmente*

- (a) Se cumplen 1(a) y 1(b). (P1 y P2)
- (b) Sin embargo, no se cumple 1(c) ni 1(d). (P3 y P4)

4. *No se cumple*

- (a) No se cumple 1(a) o 1(b). (P1 y P2)

Notas explicativas

1. Cuando otra entidad sea la propietaria absoluta de la ECC, los acuerdos de buen gobierno de dicha entidad también deberán ser examinados para comprobar que obstaculicen el cumplimiento de esta recomendación por parte de la ECC.

2. Las disposiciones sobre buen gobierno suelen ser efectivas cuando los responsables de la toma de decisiones poseen la capacidad, información e incentivos necesarios para adoptar las decisiones necesarias para promover los objetivos de los propietarios y usuarios, así como para cumplir los requisitos de respeto del interés público, pero estos aspectos resultan difíciles de comprobar directamente. Por ello, las categorías de evaluación se basan en aspectos indirectos del buen gobierno, pero que permiten una mejor observación, como puede ser el hecho de contar o no

con procesos transparentes para la toma de decisiones. Ahora bien, si existieran pruebas contundentes de que los acuerdos de la ECC para el buen gobierno no son eficaces, podría tenerse en cuenta al asignar las categorías de evaluación, siempre que se establecieran pruebas de ello en la explicación de la evaluación.

Recomendación 14: Transparencia

Las ECC deben proporcionar a los agentes del mercado información suficiente para poder identificar y evaluar con precisión los riesgos y costes relacionados con la utilización de sus servicios.

4.14.1 Cuando los agentes del mercado que están bien informados también son capaces de evaluar los riesgos y costes a los que se exponen por participar en una ECC, pudiendo así adoptar las medidas oportunas para hacer frente a los mismos. Las ECC deberán informar a los mercados sobre sus normas y reglamentos, legislación relevante, mecanismos de buen gobierno, riesgos y medidas adoptadas para mitigarlos, derechos y obligaciones de sus partícipes, así como los costes que exige la utilización de sus servicios. Deberá aclarar cuándo y en qué circunstancias actúa como contraparte, así como cualquier restricción o límites al cumplimiento de sus obligaciones. La ECC también deberá divulgar adecuada información cuantitativa acerca de sus actividades de compensación, neteo y liquidación, y acerca del funcionamiento de su gestión de riesgos. Entre la información más útil para evaluar los riesgos y costes que conlleva la participación en una ECC se encuentra la cobertura que proporcionan las garantías exigidas, las condiciones de mercado "extremas pero plausibles" que se asumen para evaluar la adecuación de los recursos financieros y otros datos utilizados para la realización de pruebas de tensión²⁵. Los esfuerzos de una ECC por mejorar su transparencia no hacen sino fomentar la confianza que depositan los agentes del mercado en su seguridad y eficacia. La información deberá estar a disposición del público y ser lo suficientemente clara como para que los partícipes comprendan las medidas que adoptarán las ECC y otras entidades pertinentes en caso de incumplimiento.

4.14.2 Dicha información habrá de estar fácilmente disponible, por ejemplo a través de Internet, debiendo ser actual, precisa y estar redactada en un lenguaje ampliamente utilizado en los mercados financieros y al menos en uno de los idiomas oficiales de la jurisdicción en la que se inserta la ECC.

4.14.3 Las respuestas a las preguntas clave de este informe no sólo servirán de punto de partida para la evaluación del cumplimiento de las recomendaciones por parte de las ECC, sino que se podrán utilizar igualmente con fines de divulgación pública, proporcionando así la información completa y precisa que el mercado necesita. La ECC habrá de comprobar con cierta frecuencia que la información facilitada es precisa y exhaustiva.

Aspectos clave

1. Las ECC deberán proporcionar a los agentes del mercado suficiente información para poder evaluar los riesgos y costes que supone la utilización de sus servicios.
2. La información deberá estar disponible, por ejemplo a través de Internet, y tendrá que ser actual, precisa y estar redactada en un lenguaje ampliamente utilizado en los mercados financieros y al menos en uno de los idiomas oficiales de la jurisdicción en la que se inserta la ECC.
3. Una vez respondidas las preguntas de este informe, se pondrán a disposición del público, debiéndose comprobar con cierta frecuencia que la información facilitada sea precisa y exhaustiva.

Preguntas clave

1. ¿Informa la ECC a los mercados sobre sus normas y reglamentos, legislación relevante, mecanismos de buen gobierno, riesgos y medidas adoptadas para mitigarlos, derechos y obligaciones de sus partícipes, así como los costes que exige la utilización de sus servicios? ¿Aclara cuándo y en qué circunstancias actúa como contraparte y divulga cualquier restricción o límites al cumplimiento de

²⁵ Al divulgar datos sobre las pruebas de tensión, habrá que evitar hacer pública información relativa a las posiciones de partícipes individuales.

sus obligaciones? ¿Proporciona la ECC datos cuantitativos apropiados sobre sus actividades de compensación, neteo y liquidación? ¿Informa suficientemente a los agentes del mercado sobre sus procedimientos para casos de incumplimiento y sus pruebas de tensión?

2. ¿Cómo se encuentra disponible esa información? ¿En qué idioma o idiomas? ¿En qué formato?

3. ¿Ha respondido la ECC a las preguntas de este informe y las ha puesto a disposición del público? ¿Se revisa con frecuencia la información divulgada para comprobar que siga siendo actual, completa y precisa?

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*

(a) La ECC proporciona a los agentes del mercado suficiente información para poder evaluar los riesgos y costes que supone la utilización de sus servicios. (P1)

(b) La información resulta fácilmente accesible, por ejemplo a través de Internet, y está redactada en un lenguaje ampliamente utilizado en los mercados financieros y al menos en uno de los idiomas oficiales de la jurisdicción en la que se inserta la ECC. (P2)

(c) Una vez respondidas las preguntas de este informe, se han puesto a disposición del público. La ECC comprueba con cierta frecuencia que la información facilitada sea precisa y exhaustiva. (P3)

2. *Se cumple en general*

(a) Se cumplen 1(a) y 1(c). (P1 y P3)

(b) Sin embargo, 1(b) no se cumple totalmente. La información se encuentra disponible en al menos uno de los idiomas oficiales, pero no se puede acceder a ella fácilmente. (P2)

3. *Se cumple parcialmente*

(a) Se cumple 1(a). (P1)

(b) Sin embargo, no se cumple 1(b) o 1(c). (P3)

4. *No se cumple*

(a) No se cumple 1(a). (P1)

Recomendación 15: Regulación y vigilancia

Las ECC deben estar sujetas a unos esquemas de regulación y vigilancia transparentes y efectivos. Tanto en el ámbito nacional como internacional, los bancos centrales y los reguladores de valores deberán cooperar mutuamente y con otras autoridades pertinentes.

4.15.1 Las autoridades encargadas de la regulación de valores (incluidos, en este contexto, los supervisores bancarios cuando ostenten responsabilidades y autoridad reguladora similares para con las ECC) comparten con los bancos centrales el objetivo de mejorar la seguridad y eficiencia de las ECC. El reparto entre las autoridades públicas de las responsabilidades para la regulación y vigilancia de las ECC varía según el país, dependiendo del marco legal e institucional vigente.

4.15.2 Aunque la responsabilidad principal de asegurar que la ECC cumple estas recomendaciones recae en sus diseñadores, propietarios y operadores, resulta necesaria la regulación y vigilancia para asegurar que todos ellos cumplen con sus responsabilidades. Los objetivos, responsabilidades, funciones y principales políticas de los reguladores de valores y del banco central deberán estar claramente definidos y ser divulgados públicamente, de manera que los diseñadores, propietarios, operadores y usuarios de las ECC puedan actuar en un marco predecible y respetar estas políticas.

4.15.3 Tanto el regulador de valores como el banco central deben tener la capacidad y los recursos necesarios para llevar a cabo sus responsabilidades de regulación y de vigilancia de forma efectiva,

partiendo de una base sólida, que no siempre ha de ser estatutaria dependiendo del marco legal e institucional de cada país. Las autoridades pertinentes deberán contar con los recursos adecuados para llevar a cabo funciones de regulación y vigilancia como la recopilación de información sobre la ECC, evaluación de su funcionamiento y diseño, promoción de la observancia de las recomendaciones y realización de visitas o inspecciones si fuera necesario. Para que las ECC puedan realizar su cometido, los reguladores de valores y los bancos centrales les solicitarán la información que necesiten para poder realizar su tarea de regulación y vigilancia oportunamente, incluyendo información sobre operaciones que se hayan subcontratado a terceros o cualquier iniciativa para realizar nuevas actividades. La información sobre pruebas de tensión que se facilite a las autoridades deberá abarcar los escenarios y metodología utilizados para estimar las exposiciones y los resultados de las pruebas de tensión. El acceso a la información reviste especial importancia cuando las autoridades necesitan adoptar medidas extraordinarias ante un incumplimiento.

4.15.4 Los órganos encargados de la regulación de valores deberán cooperar con los bancos centrales y con otras autoridades pertinentes para conseguir que las ECC y los enlaces entre ellas funcionen de un modo adecuado y seguro, y para que las prácticas y procedimientos de gestión de riesgos pueda aplicarse de conformidad con estas recomendaciones. Los asuntos relacionados con la regulación transfronteriza, especialmente si existen enlaces transfronterizos entre ECC, deberán abordarse de tal manera que las tareas de regulación y vigilancia se realicen conforme a las responsabilidades de las autoridades correspondientes y se eviten así costes innecesarios para las ECC. Los órganos reguladores y de vigilancia pueden elegir entre una serie de métodos, como son (1) acuerdos para el intercambio de información, (2) la coordinación de responsabilidades de supervisión/vigilancia para asuntos concretos, y (3) otros acuerdos de cooperación²⁶, que podrían incluir la coordinación de planes para la gestión de riesgos, así como, en la medida de lo posible, flujos tempranos de información confidencial entre los reguladores y las ECC acerca de los usuarios transfronterizos que podrían incumplir sus obligaciones. El método elegido puede variar en función de aspectos como el mecanismo jurídico o regulador aplicado en cada jurisdicción. El método (2) puede incluir un acuerdo de cooperación para distribuir las responsabilidades de regulación/vigilancia en línea con el informe Lamfalussy de 1990. Sea cual sea el tipo de cooperación elegido, deberá quedar plasmado en un marco formal que, en aras de la transparencia, deberá divulgarse.

Aspectos clave

1. La ECC deberá estar sujeta a una regulación y vigilancia efectivas. Tanto el regulador de valores como el banco central deben tener la capacidad y los recursos necesarios para ejercer sus responsabilidades de regulación y de vigilancia de manera eficaz.
2. Los reguladores de valores y bancos centrales deberán definir con claridad y divulgar sus objetivos, sus funciones y los principales aspectos de sus políticas para ECC.
3. Los reguladores de valores y bancos centrales solicitarán a las ECC la información que necesiten para poder realizar su tarea de regulación y vigilancia oportunamente, incluyendo información sobre operaciones que se hayan subcontratado a terceros o cualquier iniciativa para realizar nuevas actividades.
4. Los reguladores de valores, bancos centrales y otras autoridades pertinentes deberán cooperar mutuamente, tanto dentro como fuera del país, para conseguir el funcionamiento adecuado y seguro de las ECC y de los enlaces entre ellas.

²⁶ Cuando una ECC preste sus servicios en más de una jurisdicción, la cooperación y consulta entre los reguladores/vigilantes pertinentes es esencial para evitar la duplicación de requisitos (o que unos entren en conflicto con otros), brechas en la regulación/vigilancia y costes innecesarios. En el contexto de los requisitos de las leyes nacionales individuales y de unos fundamentos sólidos para el intercambio información, este proceso puede incluir una distribución de las funciones de regulación/vigilancia que satisfaga las responsabilidades y objetivos de cada autoridad implicada. Véase *Report of the Committee on Interbank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries* (BPI, noviembre de 1990) (conocido como el informe Lamfalussy), pp 53-56. Véase también *Principles for the Oversight of Screen-based Trading Systems for Derivative Products - Review and Additions* (Comité Técnico de la OICV, octubre de 2000)

Preguntas clave

1. ¿Cómo se regula o vigila la ECC? Describa la legislación que autoriza y rige el funcionamiento de la ECC, las entidades reguladoras pertinentes, así como sus respectivas funciones con respecto a su funcionamiento. ¿Disponen el regulador de valores y el banco central de la capacidad jurídica y recursos necesarios (personal con experiencia y financiación adecuada) para realizar sus funciones de regulación y vigilancia de manera eficaz?
2. ¿Se encuentran claramente definidos y se han divulgado adecuadamente los objetivos, responsabilidades y principales políticas del regulador de valores, banco central y, cuando corresponda, el supervisor bancario? ¿Se han plasmado por escrito los reglamentos, las funciones y las políticas en un tono sencillo, de manera que tanto las ECC como sus usuarios puedan entenderlos con facilidad?
3. ¿Qué información se le solicita a la ECC (incluida la relativa a operaciones subcontratadas a terceros)? ¿Con qué frecuencia se facilita dicha información? ¿Existen requisitos informativos específicos en caso de incumplimiento por parte de un usuario o de dificultades financieras en la ECC? ¿Debe informar la ECC sobre acontecimientos significativos como modificaciones de sus normas, disfunciones o modificación de sus procedimientos para la gestión del riesgo?
4. ¿Existe un marco para la cooperación entre las autoridades pertinentes para la ECC, tanto nacionales como internacionales? En ese caso, describa los principios que rigen dicho/s marco/s así como sus principales componentes, incluyendo cualquier mecanismo para el intercambio de información y procedimientos para la toma de decisiones.

Asignación de una categoría de evaluación

1. *Se cumple*
 - (a) La ECC está sujeta a una regulación y vigilancia efectivas. Tanto el regulador de valores como el banco central poseen la capacidad y recursos necesarios para desempeñar sus políticas de regulación y de vigilancia de manera efectiva. (P1)
 - (b) Se han definido claramente y se han puesto a disposición del público las responsabilidades, las principales funciones y las políticas que corresponden al regulador de valores y al banco central. (P2)
 - (c) El regulador de valores y el banco central le exigen a la ECC que facilite oportunamente la información necesaria a efectos de regulación y vigilancia, incluyendo datos sobre operaciones que hayan sido subcontratadas a terceros. (P3)
 - (d) Los bancos centrales y los reguladores de valores cooperan mutuamente y también con el resto de autoridades pertinentes. (P4)
2. *Se cumple en general*
 - (a) Se cumplen 1(a), 1(b) y 1(c). (P1, P2 y P3)
 - (b) Sin embargo, 1(d) no se cumple totalmente. No se ha establecido todavía el marco para la cooperación entre el regulador de valores y el banco central y para su cooperación con otras autoridades pertinentes, o bien no funciona correctamente. (P4)
3. *Se cumple parcialmente*
 - (a) Se cumple 1(a). (P1)
 - (b) Sin embargo, se cumple ya sea 1(b) o 1(c), pero no ambos. (P2 y P3)
4. *No se cumple*
 - (a) No se cumple 1(a). (P1)
 - (b) O bien, no se cumple 1(b) ni 1(c). (P2 y P3)

5. Lista de control para fondos de garantía

5.1 Como se ha mencionado en la Sección 2, el Grupo de Trabajo ha concluido que los reguladores y vigilantes deberán evaluar la solidez de los fondos de garantía, especialmente aquellos que presten sus servicios a segmentos críticos como los mercados nacionales de valores. Mientras que resultaría problemático utilizar para este fin la metodología de evaluación de ECC aquí descrita, en esta sección se compila una serie de aspectos a tener en cuenta, la mayoría de los cuales se desprenden de asuntos abarcados en la metodología, o son aspectos paralelos.

Información fundamental

Las evaluaciones deben partir de un claro entendimiento del mecanismo utilizado, cuyos detalles variarán según el mercado de que se trate. A continuación se recoge una serie de cuestiones destinadas a describir las características fundamentales de cualquiera de ellos.

1. ¿Qué entidad ha organizado y administra el fondo?
2. ¿Qué mercados abarca? ¿Cubre todo tipo de operaciones del mercado o sólo algunas de ellas? En este último caso, ¿cuáles son los instrumentos que quedan cubiertos? ¿Qué usuarios quedan cubiertos?
3. ¿Cómo se define el incumplimiento? ¿Quién determina si ha ocurrido un incumplimiento?
4. ¿Cómo se determinan las pérdidas en caso de incumplimiento? ¿Quién determina las reclamaciones resultantes que pueden exigirse al fondo? ¿Se compensan las pérdidas y ganancias entre diferentes valores y partícipes a fin de obtener las cantidades netas? ¿Cómo se asegura la validez de dichos derechos a reclamar?
5. ¿En qué circunstancias puede recurrirse a los activos mantenidos en el fondo? ¿Puede disponerse de los activos para cubrir pérdidas de manera automática en cuanto se produce un incumplimiento? O por el contrario, ¿está sujeta la cobertura a lo que decida el organizador del fondo o alguna otra parte? Cuando exista cierto margen de discrecionalidad, ¿cómo se decidirá si se ofrece cobertura a los partícipes?
6. ¿Qué tipos de activos se mantienen en el fondo? ¿Quién contribuye al fondo? ¿A cuánto asciende el valor de mercado actual de los activos?

Riesgo legal

7. ¿Qué tipo de marco jurídico rige el fondo de garantía? ¿Proporciona este marco un alto grado de certeza en cuanto a la utilización del fondo para atender las reclamaciones derivadas del incumplimiento de un usuario (incluso en caso de quiebra)? ¿Está claro cuándo y bajo qué condiciones (de haberlas) la garantía cubre las operaciones?

Requisitos de participación

8. ¿Cuáles son los requisitos para que el fondo cubra las operaciones realizadas por un agente del mercado? Aquellos partícipes cuyas operaciones queden cubiertas por el fondo, ¿deben cumplir criterios relativos a sus recursos financieros o a su solvencia? ¿Cuáles son estos requisitos? ¿Cómo se determinan? ¿Quién los determina? (Nota: si se permite la participación de cualquier miembro del mercado de valores o de una CDV, deberán utilizarse los criterios de participación de éstos).
9. ¿Limitan los criterios de participación el acceso por motivos distintos del riesgo? ¿Son objetivos dichos criterios y permiten un acceso justo y abierto? ¿Están estos criterios, incluidos los sistemas para la salida ordenada de los partícipes, claramente enunciados y se encuentran a disposición del público?

Estimación de las posiciones crediticias

10. ¿Con qué frecuencia se cuantifican las reclamaciones potenciales al fondo? ¿Quién se encarga de ello y cómo? ¿Cómo es de reciente la información sobre precios de mercado y posiciones de los partícipes utilizada en estos cálculos?

Tamaño del fondo y cobertura de reclamaciones potenciales

11. ¿Existe una política explícita con respecto al tamaño deseado para el fondo? ¿En qué consiste esa política? ¿Quién la ha establecido?

12. ¿Se han estimado los derechos potenciales que podrían exigírsele al fondo como resultado del incumplimiento de otros usuarios en situaciones de mercado extremas? ¿Qué tipo de escenarios de tensión se ha evaluado? ¿Se han incluido los periodos de mayor volatilidad por los que hayan atravesado los mercados que cubre la garantía? ¿Cuáles son los supuestos empleados con respecto al número y tamaño de usuarios que incumplen sus obligaciones? ¿Qué porcentaje del total de reclamaciones que resultan de estos escenarios de tensión podría quedar cubierto por el valor de los activos mantenidos en el fondo?

13. ¿Existen mecanismos para aumentar el tamaño del fondo en caso de que se agote por el pago de reclamaciones o de que aumenten las estimaciones sobre reclamaciones potenciales?

Procedimientos en caso de incumplimiento (default)

14. ¿Está claro el ámbito de cobertura de la garantía (qué mercados y qué partícipes abarca)? ¿Está inequívocamente definido el incumplimiento? ¿Están claros los procedimientos para decidir y realizar los pagos?

15. ¿Queda claro si los fondos se utilizarán automáticamente para cubrir pérdidas? De no ser así, ¿está claro quién decidirá si poner los fondos a disposición de los usuarios y en qué términos?

16. ¿Está claro qué ocurrirá con los derechos a reclamar una vez se sobrepase el valor de los activos mantenidos en el fondo? ¿Se sabe si volverá a dotarse el fondo tras el pago de las reclamaciones? En ese caso ¿quién se encargará de ello?

Riesgos de custodia y de inversión

17. Cuando los activos mantenidos en el fondo sean valores, ¿quién será responsable de la custodia de los mismos? ¿Resultan las prácticas contables, procedimientos de salvaguardia y controles internos empleados por el custodio conformes a la Recomendación 12 de las RSLV?

18. Cuando se trate de activos en efectivo, ¿cómo se invierten? ¿Se aseguran las inversiones? ¿Son los deudores altamente solventes? ¿Presentan estas inversiones escaso riesgo de mercado y de liquidez?

Riesgo operativo

Normalmente, un fondo de garantía no realiza operaciones a un día.

Liquidaciones monetarias

Los fondos de garantía no realizan liquidaciones monetarias a un día.

Entrega física

Los fondos de garantía ni entregan ni reciben instrumentos físicos.

Riesgos en los enlaces entre fondos de garantía

No parece que exista ningún enlace entre fondos de garantía.

Eficiencia

No procede.

Buen gobierno

Dado que los fondos de garantía no suelen participar en la gestión de riesgos, no es relevante si el fondo de garantía respalda procedimientos efectivos de gestión del riesgo.

Transparencia

19. ¿Informa el fondo de garantía a sus miembros sobre su valor de mercado actual y sobre la cobertura prevista (véase la pregunta 12 acerca del tamaño del fondo) de pérdidas potenciales por incumplimientos²⁷?

Regulación y vigilancia

20. ¿Cómo se regula o vigila el fondo de garantía?

21. ¿Qué información facilita el operador del fondo de garantía a las autoridades de regulación o vigilancia? ¿Con qué frecuencia se facilita dicha información?

²⁷ En las preguntas 7, 9 y 14 anteriores se abordan otros asuntos relacionados con la transparencia.

Anexo 1:

Formulario para evaluar la observancia de las Recomendaciones para Entidades de Contrapartida Central

A continuación se presenta un formulario para que la ECC o las autoridades nacionales realicen su autoevaluación. A efectos de divulgación, puede utilizarse el formulario del Anexo 2.

I. Introducción

El evaluador y sus objetivos

1. Identifique quién realiza la autoevaluación, así como el objetivo y el contexto de la misma.

Alcance de la evaluación

2. Identifique la ECC que se va a evaluar.
3. Identifique cualquier ECC, garante o miembro liquidador multilateral de saldos de su jurisdicción que no quede abarcado en esta evaluación y especifique porqué se le excluyó de la misma. Indique si se ha completado la lista de control para los fondos de garantía.

Ámbito de cobertura de la ECC

4. Identifique el ámbito de cobertura de la ECC, es decir, los mercados para los que trabaja (tanto organizados como no organizados) y los productos que ofrece (valores, derivados u otros).

Estructura institucional y del mercado

5. Describa en términos generales los mercados de valores y/o derivados para los que trabaja la ECC, así como la estructura de ejecución, compensación y liquidación de los productos que compensa la ECC, incluyendo suficientes datos sobre las operaciones para poder comprender el ámbito de su actividad.

Estructura de regulación

6. Describe el marco regulador en el que se insertan la ECC de su jurisdicción.

Información y metodología utilizadas para la evaluación

7. Identifique las principales fuentes de información utilizadas para realizar esta evaluación; por ejemplo, documentación escrita (otras auto-evaluaciones, evaluaciones de terceros, encuestas, cuestionarios, informes, estudios y otros documentos públicos o privados, así como leyes, reglamentos u orientaciones pertinentes tanto de regulación como del sector), o también reuniones con organismos de regulación o supervisión (por ejemplo, bancos centrales, reguladores de valores, supervisores bancarios y otras autoridades nacionales) o con asociaciones relevantes para el sector (por ejemplo, centrales depositarias de valores, mercados de valores, custodios, intermediarios financieros o asociaciones de usuarios finales).
8. Explique el proceso seguido para llevar a cabo la evaluación. Mencione cualquier dificultad de orden práctico para aplicar la metodología de evaluación, como puede ser la falta de información o cooperación, o cualquier factor que limite el proceso de evaluación o su alcance.

II. Evaluación del cumplimiento

Resumen ejecutivo de la evaluación para cada recomendación

9. Realice un resumen ejecutivo del informe de evaluación pormenorizado en los Cuadros 2 y 3 que aparecen más adelante. Para ello, tendrá que incluir la siguiente información:

- síntesis de las principales conclusiones de la evaluación con respecto a los asuntos esenciales que abarcan estas recomendaciones;
- síntesis de cualquier medida propuesta o puesta en marcha en la jurisdicción examinada con el fin de conseguir la plena observancia de las recomendaciones, así como la forma en la que se conseguirá este fin en caso de completarse dichas medidas; y
- síntesis de las recomendaciones del evaluador destinadas a conseguir la plena observancia de las recomendaciones, así como la forma en la que mejorará el cumplimiento de las mismas en caso de completarse dichas medidas.

10. Para concluir, recoja en el siguiente cuadro los resultados de la evaluación del cumplimiento para cada recomendación, utilizando las categorías provistas a tal efecto:

Cuadro 1	
Resultados de la evaluación por categorías	
Categoría de evaluación	Recomendaciones
Se cumple	ej. Recomendaciones 1,3, 6, 8
Se cumple en general	
Se cumple parcialmente	
No se cumple	
No procede	

Evaluación del cumplimiento para cada recomendación

11. Rellene un cuadro con la evaluación pormenorizada del cumplimiento de cada una de las recomendaciones. Dicha evaluación deberá estar dividida en tres secciones:

- **Respuestas a las preguntas clave:** En esta sección, responda a las preguntas clave de cada recomendación, tal y como se explica en la Sección 4 del presente documento. Incluya cualquier otro tipo de información fáctica que sea pertinente para la asignación de una categoría de evaluación a dicha recomendación. Las respuestas deberán reflejar las prácticas que suelen seguir los operadores y usuarios de las ECC, así como las autoridades nacionales encargadas de su vigilancia, regulación o supervisión. Las respuestas a las preguntas clave deberán indicar cómo se decantó el evaluador por una determinada respuesta, de manera que (casi) nunca podrá responderse con un simple “Sí” o “No”. Asimismo, habrá que describir, con el mayor lujo de detalles posible, la información o el material utilizados para avalar cada respuesta, de tal modo que cualquiera que no haya participado en la evaluación pueda comprender las respuestas.
- **Evaluación:** En esta sección, asigne una de las cinco posibles categorías a cada recomendación: Se cumple, Se cumple en general, Se cumple parcialmente, No se cumple o No procede. En esta sección deberá consignarse cualquier explicación relativa a la asignación de una categoría de evaluación. En la Sección 4 se ofrecen orientaciones para la asignación de estas categorías, uniendo cada una de ellas a las respuestas a las preguntas clave, al tiempo que también se ofrecen explicaciones para aclarar dudas que pudieran surgir en el transcurso de la evaluación. La asignación de una categoría de evaluación a

cada recomendación deberá estar basada en la situación actual de la jurisdicción, sin tener en cuenta cualquier acción propuesta o en marcha.

- **Comentarios:** En esta sección, describa las acciones que las ECC, sus usuarios o las autoridades nacionales hayan propuesto o estén llevando a cabo en su jurisdicción con el fin mejorar el cumplimiento de las recomendaciones, junto con el calendario propuesto para su consecución. Explique cómo desembocarán estas propuestas en un mejor cumplimiento de las recomendaciones y si la consecución de estas medidas conllevará la asignación de una categoría más elevada en cuanto al cumplimiento de las mismas.

Cuadro 2

Evaluación del cumplimiento para cada recomendación

Recomendación 1: Riesgo legal

Las ECC deberán contar con un marco jurídico bien fundamentado, que sea transparente y exigible y que cubra cada aspecto de sus actividades en todas las jurisdicciones pertinentes.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 2: Criterios de participación

Las ECC deberán exigir a sus partícipes que cuenten con recursos financieros suficientes y con una sólida capacidad operativa, de manera que puedan cumplir las obligaciones derivadas de su participación en la ECC. Para ello, deberán establecer procedimientos que les permitan comprobar el continuo cumplimiento de dichos requisitos, que deberán ser objetivos, públicos y conducentes a una participación justa y abierta.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 3: Estimación y gestión de las posiciones crediticias

Las ECC deberán calcular sus posiciones crediticias frente a sus partícipes al menos una vez al día. Mediante exigencias de garantías u otros mecanismos de control (o ambos), deberán limitar su exposición a pérdidas potenciales por el impago de sus usuarios en condiciones de mercado normales, de modo que sus operaciones no se vean alteradas y que los usuarios que no incumplan no se vean expuestos a pérdidas imposibles de anticipar o controlar.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 4: Exigencias de garantías

Cuando las ECC decidan exigir garantías para limitar su exposición a los participantes, dichos márgenes deberán ser suficientes para cubrir las posiciones potenciales en condiciones de mercado normales. Los modelos y parámetros utilizados para establecer exigencias de garantías deberán basarse en el nivel de riesgo y ser revisados periódicamente.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 5: Recursos financieros

Las ECC deberán mantener suficientes recursos financieros para soportar, como mínimo, el incumplimiento del participe con el que mantiene la mayor posición, en condiciones de mercado extremas pero plausibles.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 6: Procedimientos en caso de incumplimiento

Los procedimientos de las ECC para casos de incumplimiento deberán estar claramente definidos y asegurar que la ECC adopta medidas oportunas para contener las pérdidas y las presiones sobre la liquidez, sin dejar de cumplir por ello con sus obligaciones y haciendo públicos los principales aspectos de dichos procedimientos.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 7: Riesgos de custodia y de inversión

Las ECC deberán mantener activos de tal manera que se minimice el riesgo de pérdida o de retraso para acceder a ellos. Los activos en los que invierta una ECC deberán mantenerse en instrumentos con un riesgo mínimo de crédito, mercado y liquidez.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 8: Riesgo operativo

Las ECC deberán identificar fuentes de riesgo operativo y minimizarlas mediante los controles, procedimientos y sistemas más adecuados, debiendo ser estos últimos fiables y seguros, con una capacidad adecuada y versátil. Los planes de continuidad de la actividad deberán permitir la reanudación oportuna de las operaciones y el cumplimiento de las obligaciones de las ECC.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 9: Liquidaciones monetarias

Las ECC deberán utilizar mecanismos de liquidación monetaria que eliminen o reduzcan al máximo sus riesgos bancarios de liquidación, es decir, los riesgos de crédito y de liquidez derivados de la utilización de bancos para efectuar liquidaciones monetarias con sus usuarios. Las transferencias de fondos a una ECC se considerarán firmes en cuanto se hayan completado.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 10: Entrega física

Las ECC han de definir con claridad cuáles son sus obligaciones con respecto a la entrega física de activos, debiendo identificar y gestionar los riesgos que se desprenden de dichas obligaciones.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 11: Riesgos en los enlaces entre las ECC

Las ECC que establecen enlaces con otra ECC en otro país o dentro del mismo país para compensar operaciones deberán evaluar las fuentes de riesgo potenciales y asegurar que dichos riesgos se gestionan de manera prudente en todo momento. Deberá existir un marco de cooperación y coordinación entre las autoridades pertinentes de regulación y vigilancia.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 12: Eficiencia

Al tiempo que realizan operaciones seguras y protegidas, las ECC deben ser efectivas en términos de costes al satisfacer las exigencias de sus usuarios.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 13: Buen gobierno

Los esquemas de buen gobierno de las ECC deberán ser claros y transparentes, para cumplir así los requisitos de interés público e impulsar los objetivos de sus propietarios y usuarios. En concreto, deberán fomentar la eficacia de sus procesos de gestión del riesgo.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 14: Transparencia

Las ECC deben proporcionar a los agentes del mercado información suficiente para poder identificar y evaluar con precisión los riesgos y costes relacionados con la utilización de sus servicios.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Recomendación 15: Regulación y vigilancia

Las ECC deben estar sujetas a unos esquemas de regulación y vigilancia transparentes y efectivos. Tanto en el ámbito nacional como internacional, los bancos centrales y los reguladores de valores deberán cooperar mutuamente y con otras autoridades pertinentes.

Respuestas a las preguntas clave	
Evaluación	
Comentarios	

Medidas para alcanzar el cumplimiento de las recomendaciones

12. Compile en el Cuadro 3 las medidas que el evaluador recomienda para conseguir el cumplimiento íntegro de las recomendaciones. Deberá señalar si el sistema ya cuenta con planes para alcanzar las mejoras deseadas, cuya puesta en marcha sería suficiente para conseguir el pleno cumplimiento de las mismas (a pesar de que dichos planes no quedarán reflejados en la presente asignación de categorías de evaluación). También deberá hacerse referencia a cualquier obstáculo

concreto que dificulte dicho cumplimiento y explicarse cómo la medida recomendada permitirá un mejor cumplimiento de la recomendación en cuestión. Identifique además la institución nacional encargada de poner en marcha cada medida, haciendo mención sólo de las recomendaciones para las que se hayan prescrito medidas concretas.

Cuadro 3

Medidas para alcanzar el cumplimiento de las recomendaciones

Recomendación de referencia	Medidas para alcanzar su cumplimiento
ej. Recomendación 1	

Anexo 2:

Formulario para la difusión de información a partir de las Preguntas Clave

Este formulario se basa en las respuestas que se hayan dado a las preguntas clave de las recomendaciones.

1. Las ECC deben proporcionar a los agentes del mercado información suficiente para poder identificar y evaluar con precisión los riesgos y costes relacionados con la utilización de sus servicios (véase Recomendación 14). Las respuestas a las preguntas clave de la Sección 4 no sólo servirán de punto de partida para la evaluación del cumplimiento de las recomendaciones, sino que se podrán utilizar igualmente con fines de divulgación pública, ayudando a proporcionar una información completa y precisa. El CPSS y el Comité Técnico de la OICV instan a las ECC a responder a las preguntas clave y a divulgar dicha información entre los agentes del mercado, reguladores y otras partes interesadas.

2. Además de las ECC, las autoridades nacionales que realicen una evaluación y redacten un informe de evaluación tal y como estipula el Anexo 1 también podrán divulgar públicamente sus respuestas a las preguntas clave. Las autoridades pueden considerar apropiado divulgar sus respuestas cuando estimen que las respuestas ofrecidas por las ECC no sean completamente precisas, completas o correctas.

3. La información facilitada deberá ser completa, precisa y actualizada, permitiendo un fácil acceso a la misma a los operadores del mercado. Se recomienda a las instituciones que respondan a este cuestionario que publiquen sus respuestas en sus páginas en Internet, de modo que la información sea accesible y pueda actualizarse fácil y oportunamente.

4. Antes de presentar las respuestas, la ECC deberá ofrecer una somera introducción sobre la ECC que pueda facilitar la comprensión del lector, lo cual no significa necesariamente que deba detallarse minuciosamente el funcionamiento de cada ECC, si no que se describirán los principales datos con concisión. A continuación se enumeran algunos aspectos que podrían formar parte de esta breve introducción:

- Ámbito de cobertura: mercados y productos
- Régimen de propiedad
- Estructura institucional y del mercado
- Datos fundamentales sobre las transacciones
- Partícipes
- Actividades distintas a la función de contrapartida central, si las hubiera.

5. Más adelante encontrará un patrón para la divulgación de información a partir de las preguntas clave. Al preparar las respuestas, deberá tener presente lo siguiente:

- (a) Indique la fecha en la que se completaron las respuestas y asegúrese de que la información facilitada sea actual.
- (b) Responda a las preguntas en el orden en el que aparecen, volviendo a escribir la pregunta antes de cada respuesta. Cuando una pregunta no proceda, señálelo así y explique el porqué. Si fuera necesario, puede hacer referencia a cualquier información facilitada por otras fuentes para evitar duplicar esfuerzos.
- (c) El glosario del Anexo 3 define los términos tal y como se utilizan en las preguntas. Compruebe que la terminología utilizada en sus respuestas es congruente con dichas definiciones. Si alguno de los términos utilizados en las respuestas es específico a la ECC evaluada o se utiliza en un sentido que podría conducir a un malentendido, explique en términos inequívocos el significado preciso de dicho término.
- (d) Puede incluir cuadros y diagramas siempre que lo estime oportuno, asegurándose de que vayan acompañados de una explicación que permita su comprensión.

- (e) Cuando sean posibles diversas respuestas a una pregunta (por ejemplo, si la ECC ofrece diversos tipos de servicios) responda de manera que queden cubiertas todas las alternativas e indique hasta qué punto es relevante cada respuesta.
- (f) No se limite a hacer referencia o a citar normas o reglamentos como respuesta a las preguntas. No obstante, puede completar cualquiera de sus respuestas haciendo mención a la fuente en la que pueden encontrarse las normas o reglamentos pertinentes.
- (g) Para responder a preguntas en las que se mencione la hora, asegúrese de señalar el huso horario en el que se sitúa la ECC.
- (h) Actualice sus respuestas tan pronto se produzcan cambios significativos, con el fin de que la información facilitada continúe siendo exhaustiva y precisa. Revise sus respuestas de manera periódica (al menos una vez al año) para garantizar su pertinencia.
- (i) Facilite una dirección de contacto por si los agentes del mercado o cualquier otra parte interesada tuvieran dudas acerca de alguna de sus respuestas.

Respuestas a las Preguntas Clave de las Recomendaciones para Entidades de Contrapartida Central (ECC)

[Nombre de la jurisdicción]

Institución que realiza la evaluación: [nombre] en calidad de [ECC/autoridad nacional/ ...]

Entidad que se evalúa: [nombre de la ECC]

La información contenida en las respuestas corresponde a [fecha].

Estas respuestas pueden encontrarse en: [dirección en Internet].

En caso de dudas o consultas, diríjase a: [información de contacto].

1. **Breve introducción de la ECC**

- Ámbito de cobertura: mercados y productos
- Régimen de propiedad
- Estructura institucional y del mercado
- Datos fundamentales sobre las transacciones
- Partícipes
- Actividades distintas a la función de contrapartida central, si las hubiera.

2. **Respuestas a las Preguntas Clave de las recomendaciones**

Recomendación 1: Riesgo legal

Las ECC deberán contar con un marco jurídico bien fundamentado, que sea transparente y exigible y que cubra cada aspecto de sus actividades en todas las jurisdicciones pertinentes.

Preguntas clave

1. Las leyes y reglamentos que rigen el funcionamiento de una ECC, así como sus propias normas, procedimientos y disposiciones contractuales para sus usuarios, ¿se encuentran claramente estipuladas, son coherentes internamente y están a disposición de sus usuarios y del público en general?

[Escriba sus respuestas aquí]

2. ¿Asegura el marco legal un alto grado de certeza en cuanto a la existencia de unos fundamentos jurídicos claros y eficaces para:

- que la ECC actúe como contraparte, incluyendo el fundamento legal para la novación o la oferta abierta?

- el momento en el que la ECC asume sus responsabilidades?
- los acuerdos de compensación de saldos (o neteo)?
- la participación de la ECC en el colateral (incluida la garantía que constituye el margen) que el participante le ha pignorado o transferido?
- los procedimientos para casos de incumplimiento (*default*)?
- la firmeza de las transferencias de fondos e instrumentos financieros?
- otros aspectos significativos de las operaciones de la ECC, de sus procedimientos de gestión del riesgo y otras normas relacionadas?

[Escriba sus respuestas aquí]

:
:
:

Anexo 3: Glosario

acuerdo con pacto de recompra (<i>repurchase agreement</i>)	Contrato para vender valores y a continuación volver a comprarlos a un precio y en una fecha específicos.
acuerdo de garantías o márgenes cruzados entre entidades de contrapartida central (<i>cross-margining agreement</i>)	Acuerdo entre dos entidades de contrapartida central para que las posiciones registradas en sus respectivas organizaciones y sus correspondientes garantías se consideren como una única cartera para partícipes que sean miembros de ambas organizaciones. Las posiciones de estas cuentas cruzadas soportan menores exigencias de garantías cuando la cartera de posiciones mantenida en ambas ECC presenta menos riesgos que las posiciones mantenidas por separado en cada ECC. En el caso de producirse un incumplimiento por parte de un partícipe cuya cuenta esté cubierta con garantías cruzadas, la ECC puede utilizar las posiciones y las garantías en la cuenta de la otra entidad para cubrir pérdidas.
miembro liquidador o agente de compensación (<i>clearing participant</i>)	Usuario de una ECC que trabaja como intermediario, a través del cual los operadores del mercado acceden a los servicios de una ECC.
banco liquidador (<i>settlement bank</i>)	Banco que se utiliza para ejecutar las liquidaciones monetarias entre una ECC y sus usuarios.
central depositaria de valores, CDV (<i>central securities depository, CSD</i>)	Institución que mantiene valores para que pueda negociarse con ellos mediante anotaciones en cuenta. Los valores físicos pueden estar inmovilizados en el depositario o pueden estar desmaterializados (es decir, existir sólo como registros electrónicos).
comprobación de resultados (<i>backtesting</i>)	Comparación ex post de los resultados observados con los previstos a partir de modelos, con el fin de estimar la precisión de los mismos.
condiciones normales del mercado (<i>normal market conditions</i>)	Por condiciones habituales o normales del mercado se entienden oscilaciones de precios que modifican las posiciones en tal medida que se prevé que sólo el 1% de las veces se incumplan las exigencias de garantías u otros mecanismos de control del riesgo, es decir, en promedio, sólo ocurrirá en una de cada cien operaciones. Por ejemplo, en el caso de un contrato para adquirir activos, la coyuntura normal del mercado consiste en una serie de circunstancias que resultan en oscilaciones de precios iguales o superiores al primer percentil de la distribución de cambios potenciales en el valor del contrato a lo largo del intervalo en el que pueden acumularse exposiciones.
conflicto entre legislaciones (<i>conflict of laws</i>)	Incoherencia o disimilitud entre las leyes de jurisdicciones que tienen un interés potencial en una operación. Las normas de cada jurisdicción para el conflicto entre legislaciones especifican los criterios que determinan qué legislación es aplicable en cada caso.
contraparte (<i>counterparty</i>)	Una de las partes que participa en una operación.
correlación (<i>correlation</i>)	Medida estadística de la relación que existe entre dos variables y que mide la magnitud de su variación mutua.
descuento (<i>haircut</i>)	La diferencia entre el valor de mercado de un título y su valor como garantía.

elección del derecho aplicable (<i>choice of law</i>)	Disposición contractual mediante la cual las partes eligen la ley que regirá su contrato o relación. La elección del derecho aplicable también puede referirse a qué ley debe prevalecer en caso de conflicto entre legislaciones. Véase “conflicto entre legislaciones”.
entidad de contrapartida central, ECC (<i>central counterparty, ECC</i>)	Entidad que se interpone entre las partes que suscriben un contrato financiero negociado en uno o más mercados, actuando como comprador para todo vendedor y como vendedor para todo comprador.
entrega contra pago, ECP (<i>delivery versus payment, DVP</i>)	Enlace entre sistemas de transferencia que asegura que la entrega se producirá única y exclusivamente cuando se haya realizado el pago.
fondo de compensación (<i>clearing fund</i>)	Fondo compuesto de activos aportados por los partícipes de una ECC y que ésta puede utilizar en determinadas circunstancias para cubrir pérdidas y aliviar presiones de liquidez resultantes del incumplimiento de los partícipes de la ECC.
fondo de garantía (<i>guarantee fund</i>)	Fondo destinado a compensar a los participantes que no hayan incumplido por las pérdidas que puedan haber sufrido en caso de que uno o más participantes incumpla sus obligaciones frente a las contrapartes. En este mecanismo no participa la ECC, si bien ésta concentra la responsabilidad por la gestión de riesgo en la entidad que establece el fondo (el garante).
garante (<i>guarantor</i>)	Entidad que establece un fondo de garantía utilizado para compensar a los partícipes que no hayan incumplido por las pérdidas que puedan sufrir en caso de que otro partícipe incumpla sus obligaciones como contraparte.
colateral (<i>collateral</i>)	Un activo o un compromiso de un tercero que acepta un partícipe con el fin de asegurar una obligación que el cedente tiene con el cesionario.
incumplimiento o impago (<i>default</i>)	No cumplimiento de un obligación a su debido tiempo. La ECC debe especificar otros eventos (por ejemplo, la insolvencia) que constituyan un incumplimiento a efectos de activar sus procedimientos de incumplimiento.
insolvencia (<i>insolvency</i>)	Situación en la que los activos de una empresa, a su valor razonable, no son suficientes para cubrir sus deudas.
Garantía o margen (<i>margin</i>)	Activos (o compromiso por parte de un tercero) que acepta la ECC para asegurarse del cumplimiento de obligaciones potenciales frente a ella o para cubrir oscilaciones del mercado que afecten a operaciones todavía no liquidadas.
margen de variación (<i>variation margin</i>)	Fondos que paga (o recibe) una contraparte para liquidar cualquier pérdida (o ganancia) resultante de la valoración de posiciones abiertas de precios de mercado. En algunos mercados, también se utiliza este término para hacer referencia a la aportación de garantías que realiza una contraparte para cubrir un déficit de garantías.
neteo o compensación de saldos (<i>netting</i>)	Acuerdo por el cual se compensan obligaciones de los partícipes en una ECC.
novación (<i>novation</i>)	Proceso por el que el contrato original entre el comprador y el vendedor se extingue mediante la sustitución de la ECC como vendedor para el comprador y como comprador para el vendedor, creándose así dos contratos.

oferta abierta (<i>open offer</i>)	Proceso por el que la ECC presenta una "oferta abierta" para actuar como contraparte para los partícipes del mercado, interponiéndose así entre los partícipes en el momento en el que se ejecuta la operación.
partes interesadas (<i>stakeholders</i>)	Entidades que están interesadas en la viabilidad de algún tipo de empresa, como una ECC. Pueden ser los propietarios de la ECC, sus usuarios, clientes, sistemas de negociación a los que presta sus servicios o el público en general.
Partícipe, participante o agente del mercado (<i>market participant</i>)	Operador en alguno de los mercados a los que presta servicios la ECC, incluidos los inversionistas finales.
pruebas de tensión o simulación de crisis (<i>stress testing</i>)	Estimación de la exposición al riesgo de crédito y de liquidez que se produciría en caso de oscilaciones extremas de precios.
recursos financieros (<i>financial resources</i>)	Conjunto de recursos que mantiene una ECC para ser utilizados en caso de incumplimiento de algún participante. Los recursos financieros suelen incluir colateral (también garantías) de los partícipes para cumplir con diversos requisitos de la ECC, así como el capital y los beneficios no distribuidos de la ECC o derechos contingentes de la ECC frente al resto de partícipes, organizaciones matriz o aseguradoras.
riesgo de coste de reemplazo o de reposición (<i>replacement cost risk</i>)	Posibilidad de que la contraparte de una transacción que debe ser completada en fecha posterior incumpla su obligación antes de que se produzca la liquidación en firme. El riesgo resultante es el coste de reponer o reemplazar la operación original a precios actuales de mercado.
riesgo de crédito de la contraparte (<i>counterparty credit risk</i>)	Posibilidad de que una de las partes no liquide una obligación por su valor completo, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito de la contraparte incluye el riesgo de coste de reposición y el riesgo de principal.
riesgo de custodia (<i>custody risk</i>)	Posibilidad de sufrir pérdidas en los valores mantenidos bajo custodia a causa de la insolvencia, negligencia, malversación de activos, fraude, mala administración o mantenimiento inadecuado de los registros por parte del custodio.
riesgo de inversión (<i>investment risk</i>)	La posibilidad de que una ECC incurra en pérdidas al invertir sus recursos propios o la garantía en efectivo aportada por sus usuarios para cubrir sus riesgos de mercado, de crédito y de liquidez.
riesgo de liquidación (<i>settlement risk</i>)	Posibilidad de que una liquidación en un sistema de transferencia no se produzca según lo esperado. Este riesgo puede incluir tanto el riesgo de crédito como el de liquidez.
riesgo de liquidación bancaria (<i>settlement bank risk</i>)	Posibilidad de que un banco liquidador quiebre, generando pérdidas crediticias y presiones de liquidez para la ECC y sus partícipes.
riesgo de liquidez (<i>liquidity risk</i>)	Posibilidad de que una de las partes no liquide una obligación por su valor completo, ya sea al vencimiento o en cualquier momento posterior.
riesgo de mercado (<i>market risk</i>)	El riesgo de sufrir pérdidas a causa de variaciones en los precios del mercado.
riesgo de principal (<i>principal risk</i>)	Posibilidad de que el vendedor de un título valor lo entregue pero no reciba a cambio el pago convenido, o que el comprador de un título valor realice el pago pero no reciba a cambio dicho título. En estos casos, lo que está en juego es el valor completo del principal de dicho título o de los fondos transferidos.

riesgo legal (<i>legal risk</i>)	Posibilidad de que alguna de las partes incurra en pérdidas debido a que la legislación o regulación vigentes no respaldan las normas de las ECC o los derechos de propiedad y otros intereses mantenidos a través de la ECC. El riesgo legal también surge si la aplicación de las leyes o regulaciones no resulta clara.
riesgo operativo (<i>operational risk</i>)	Posibilidad de que deficiencias en los sistemas de información o controles internos, errores humanos o fallos en la administración produzcan pérdidas inesperadas.
riesgo previo a la liquidación (<i>pre-settlement risk</i>)	Posibilidad de que la contraparte de una transacción que deba ser completada en fecha posterior incumpla su obligación antes de que se produzca la liquidación en firme. El riesgo resultante es el coste de reemplazar la operación original a los precios vigentes del mercado, lo que también se conoce como riesgo de coste de reemplazo o reposición.
riesgo sistémico (<i>systemic risk</i>)	Posibilidad de que la incapacidad de una institución para cumplir sus obligaciones en el momento de su vencimiento haga que otras instituciones no puedan cumplir sus respectivas obligaciones a su vencimiento. Este incumplimiento puede crear problemas significativos de liquidez o de crédito, lo que podría amenazar la estabilidad o confianza en los mercados financieros.
sistema de liquidación de valores (<i>securities settlement system</i>)	Conjunto completo de acuerdos institucionales para la confirmación, compensación y liquidación de operaciones de valores, así como su salvaguarda o custodia.
sistema de garantías o márgenes brutos (<i>gross margin system</i>)	Sistema en el que la garantía que deposita el partícipe en la ECC por las posiciones de sus clientes es la suma de los requisitos de cada uno de ellos.
sistema de garantías o márgenes netos (<i>net margin system</i>)	Sistema en el que la garantía que aporta el partícipe a la ECC para cubrir las posiciones de sus clientes es el valor neto de las exigencias de garantías para cada cliente a título individual, es decir, al determinar cuánto colateral debe aportar cada partícipe a su ECC, éstos podrán compensar las posiciones de signo contrario de sus clientes.
transferencia firme (<i>final transfer</i>)	Operación irrevocable e incondicional que produce el cumplimiento (cancelación) de la obligación de realizarla.
valoración a precios de mercado (<i>marking to market</i>)	Práctica que consiste en valorar los valores e instrumentos financieros a los precios vigentes en el mercado.

Anexo 4: Miembros del Grupo de Trabajo CPSS-OICV sobre Sistemas de Liquidación de Valores

Copresidentes

Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal	Patrick Parkinson
Autoridad Monetaria de Singapur	Shane Tregillis

Miembros

Banco Nacional de Bélgica	Steven Van Cauwenberge Benôit Bourtembourg (hasta junio de 2003)
Comisión de Valores Mobiliarios de Brasil	Fabio Menkes
Banco Popular de China	Song Pan
Banco Nacional de la República Checa	Tomáš Hládek
Banco Central Europeo	Daniela Russo
Autoridad de los Mercados Financieros, Francia	Bénédicte Doumayrou
Banco de Francia	Yvon Lucas
Deutsche Bundesbank	Roland Neuschwander
BaFin (Autoridad Supervisora Financiera Alemana)	Christoph von Busekist
Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong	Rico Leung Stella Leung (hasta octubre de 2003)
Banco de la Reserva de la India	Jasbir Singh H R Khan (hasta agosto de 2004)
Comisión de Valores y Bolsa de la India	Pratip Kar
Comisión Nacional de Sociedades y Bolsa, Italia	Luca Amadei David Sabatini (hasta noviembre de 2003) Salvatore Lo Giudice (hasta julio de 2003)
Banco de Japón	Tomoyuki Shimoda
Agencia de Servicios Financieros, Japón	Teruhiro Ozaki Jun Hitotsumatsu (hasta agosto de 2003)
Comisión de Valores de Malasia	Ranjit Ajit Singh
Banco de México	Francisco Solis
Autoridad Neerlandesa para los Mercados Financieros	Joost Wensveen
Agencia Monetaria de Arabia Saudita	Ali Al Homidan Abdullah Al Suweilmy (hasta marzo de 2004)
Comisión Nacional del Mercado de Valores, España	José Manuel Portero
Autoridad Monetaria de Singapur	Loh Pui Hoon
Banco de Inglaterra	Elizabeth Wrigley Victoria Cleland (hasta agosto de 2003)

Autoridad de Servicios Financieros, Reino Unido	Christian Krohn
Comisión del Mercado de Valores de EEUU	Larry Bergmann
Comisión de Negociación de Futuros de Mercancías de EEUU	Andrea Corcoran
Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal	Patricia White
Banco de la Reserva Federal de Nueva York	Lawrence Radecki

Observadores

Fondo Monetario Internacional	Jan Woltjer Kai Barvell (hasta noviembre 2003)
Banco Mundial	Massimo Cirasino

Secretaría

Banco de Pagos Internacionales	Masashi Nakajima
--------------------------------	------------------

También contribuyeron significativamente a la labor del Grupo de Trabajo: Patrick Knierim (Deutsche Bundesbank), Gandi Ramasubramaniam (Banco de la Reserva de la India), Shintaro Tanaka (Agencia de Servicios Financieros, Japón), Rosemary Lim (Autoridad Monetaria de Singapur), Robert Rosenfeld (Comisión de Negociación de Futuros sobre Mercancías de Estados Unidos) y Jeffrey Mooney (Comisión del Mercado de Valores de Estados Unidos).