

Las entidades de contrapartida central¹ (CCP, por sus siglas en inglés) son entidades financieras que se interponen, en nombre propio, en las operaciones de compraventa de instrumentos financieros; convirtiéndose en comprador para cada vendedor, y en vendedor para cada comprador. Una vez que una transacción se registra en la CCP, da lugar simultáneamente a una operación de compra y otra de venta, teniendo ambas a la CCP como contraparte. La CCP asume, por tanto, todos los derechos y obligaciones que se derivan de ambas transacciones, por lo que queda expuesta al riesgo de contraparte tanto con el comprador como con el vendedor original; sin embargo, el riesgo de mercado es nulo.

La CCP se protege del riesgo de contraparte a través de un conjunto de líneas de defensa, que incluyen estrictos controles para acceder a la condición de miembro compensador (y poder operar así con la CCP), además de un conjunto de recursos financieros disponibles para cubrir las pérdidas causadas por el potencial impago de un miembro. Estos recursos son, principalmente, aportados por los miembros en forma de garantías a las posiciones (márgenes iniciales y variables) y contribuciones a un fondo para incumplimientos (a través del cual la CCP mutualiza las pérdidas entre todos los miembros). Por su parte, la CCP destina un colchón de su propio capital (*skin in the game*), cuyo volumen es poco significativo respecto a las aportaciones de los miembros.

La compensación centralizada ofrece, frente a la compensación bilateral, una serie de beneficios potenciales tanto para los participantes como para el conjunto sistema. El más relevante es la mayor capacidad de reducir la exposición agregada de los miembros (y, por consiguiente, el riesgo de mercado y de contrapartida al que

se exponen) mediante el neteo de las posiciones de signo contrario que tienen registradas a su nombre (al ser la CCP contrapartida de todas las transacciones).

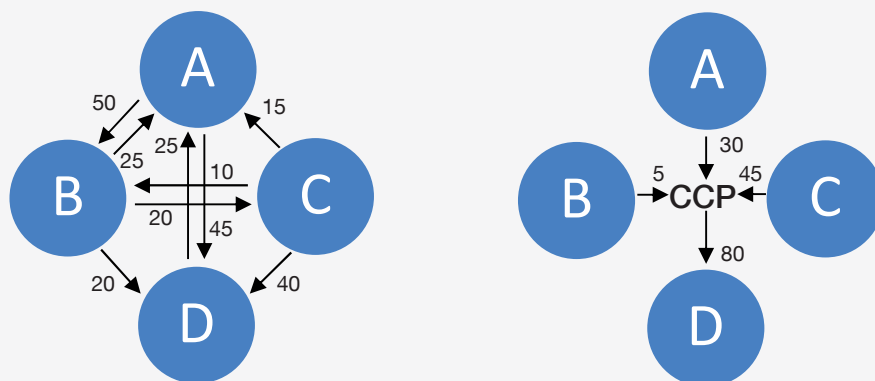
El neteo también permite que, en caso de que un miembro impague, la posición a cerrar o transferir sea menor y, por consiguiente, su posible impacto en precios y volatilidad del mercado. Asimismo, reduce el coste de aportar colateral y el consumo de capital (si el miembro fuera un banco).

Por otro lado, la compensación centralizada simplifica procesos y añade transparencia, al sustituir la complicada red de relaciones de un mercado con compensación bilateral en un sistema que pivota en torno a una única entidad (ver esquema A). Ello facilita a los miembros la evaluación de sus posiciones; y refuerza la gestión prudente del riesgo al estar expuestos, principalmente, a una entidad que está altamente supervisada y regulada.

Desde el punto de vista de las autoridades, la compensación centralizada facilita la valoración de la exposición de los participantes del mercado y, por consiguiente, la toma ágil de decisiones ante un episodio de tensión. Por su parte, la CCP dispone de procesos específicos para la gestión de incumplimientos, que pueden contribuir a reducir el riesgo de contagio y los efectos dominó en el caso, por ejemplo, de que un gran miembro quiebre.

1 Este recuadro se basa en el artículo “Las Entidades de Contrapartida Central: Beneficios, Costes y Riesgos”, Nuñez S. y E. Valdeolivas, de próxima publicación en la Revista de Estabilidad Financiera, Banco de España (mayo 2019).

Esquema A
COMPENSACIÓN BILATERAL Y CENTRALIZADA (a)



FUENTE: Banco de España.

a El panel izquierdo muestra una red de compensación bilateral, con cada flecha apuntando de deudor a acreedor. El panel derecho muestra la red de una CCP que agrupa para cada miembro todas sus posiciones bilaterales en el panel izquierdo en una sola posición neta con la CCP. Por ejemplo, el miembro A tiene posiciones bilaterales acreedoras (deudoras) por un total de 65 (95), resultando en una posición neta de (30).

Estas ventajas se pusieron de manifiesto durante la crisis financiera global, en la que los mercados compensados centralizadamente se mostraron relativamente estables². Fruto de ello, los líderes del G20 se comprometieron en 2009 a exigir, entre otras medidas, la compensación centralizada de derivados OTC estandarizados. Este acuerdo ha supuesto un incremento significativo en la actividad de compensación centralizada. Por ejemplo, en 2018, el 76% de los derivados sobre tipo de interés (de las categorías de *swaps* y FRAs), se compensan centralizadamente; frente al 17% en 2007 (ver gráfico A)³.

Este elevado volumen de actividad, unido al hecho de que las CCP concentran el riesgo en una sola entidad (que potencialmente puede ser redistribuido a través del fondo para incumplimientos, por ejemplo) explica su naturaleza sistémica. Dicha sistemicidad puede ser, a su vez, reforzada por las siguientes características observadas en la compensación centralizada: la concentración de actividad a nivel de CCP y de miembros; y las elevadas interconexiones, por la

presencia de miembros comunes. El fallo de una CCP puede, por tanto, exponer al sistema a elevadas pérdidas si los riesgos no están adecuadamente gestionados.

El gráfico B muestra la cuota de mercado de las principales CCP en el segmento de *swaps*, distinguiendo por moneda y área geográfica.

- En el momento de su quiebra, el banco americano Lehman Brothers mantenía una posición viva de 9 trillones de dólares (escala numérica corta), correspondientes a 66.390 transacciones, en LCH.Clearnet Ltd (Reino Unido). Esta CCP concentraba aproximadamente un 50% del mercado total de *swaps* de tipo de interés; y contaba con 20 miembros (todos bancos) en el segmento de *swaps*. La quiebra se resolvió mediante la subasta de las posiciones y el uso de las garantías aportadas por Lehman Brothers, sin que ningún otro miembro registrara pérdidas [véase Monnet, C. (2010). Let's make it clear: How Central Counterparties save(d) the day, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Business Review Q1 2010; y Gregory, J. (2014). Central Counterparties: mandatory central clearing and initial margin requirements for OTC derivatives. John Wiley & Sons, junio de 2014].
- El total de los derivados sobre tipos de interés explican aproximadamente el 81% del total de derivados OTC negociados.

Gráfico A
DERIVADOS OTC COMPENSADOS A TRAVÉS DE CCP
Porcentaje del notional vivo (a)

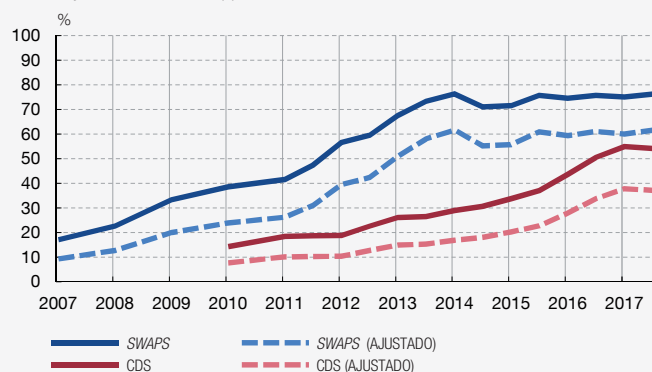


Gráfico B
VOLUMENES COMPENSADOS POR CCP EN EL SEGMENTO DE SWAPS,
POR MONEDA Y ÁREA GEOGRÁFICA. Porcentaje de cuota de mercado (2018) (b)

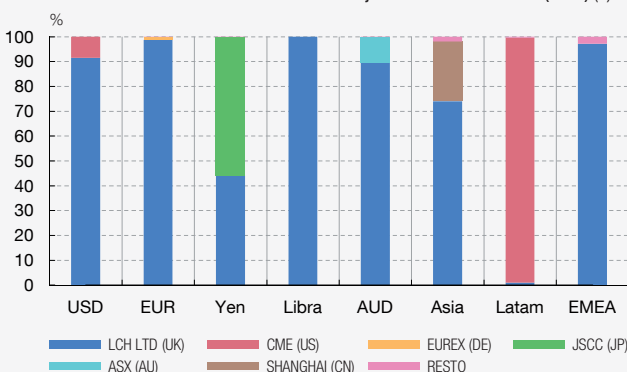


Gráfico C
MARGEN INICIAL DEPOSITADO POR LOS CINCO MAYORES MIEMBROS. SEGMENTO DE SWAPS. TERCER TRIMESTRE 2018 (b)

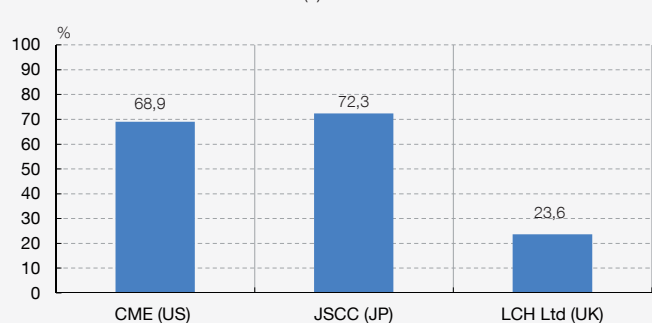
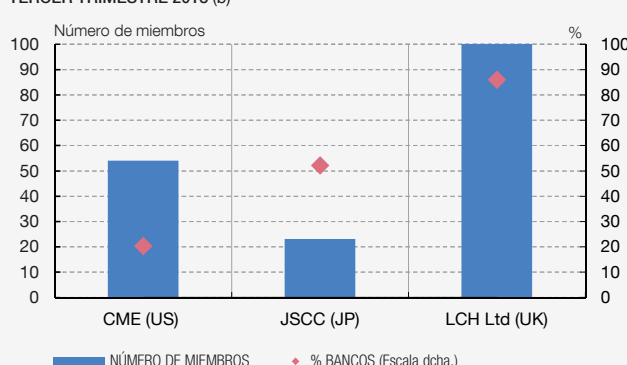


Gráfico D
BANCOS COMO MIEMBROS COMPENSADORES. SEGMENTO DE SWAPS
TERCER TRIMESTRE 2018 (b)



FUENTES: BIS (Semiannual Derivative Statistics), Clarus FT, CPMI-IOSCO (Quantitative disclosure III TR 2018), ISDA.

a Los datos de *swaps* incluyen también FRAs. Los datos 2016-2018 han sido extraídos del BIS. Datos anteriores a 2016 han sido estimados indexando la tasa de variación de los porcentajes reportados por ISDA a los datos reportados por el BIS. Las series han sido ajustadas por la posible doble contabilización de los datos del BIS.
b Los datos de *swaps* incluyen también FRAs.

La operativa se concentra, básicamente, en LCH.Clearnet Ltd, a excepción de la actividad en América Latina (CME Clearing (US)) y en yenes (JSCC (JP)). Esta tendencia también se observa en los CDS, segmento dominado por ICE Clear US.

Desde la perspectiva de los miembros, el 75 % de la actividad se concentra en una veintena de entidades (en su mayoría bancos). El gráfico C refleja, para el segmento de *swaps*, el porcentaje de margen inicial agregado (proxy de actividad) depositado por los cinco mayores miembros de las tres CCP más activas en este segmento. Este porcentaje va desde el 24 % al 69%. Por su parte, el gráfico E muestra la elevada presencia de los bancos en relación al resto de miembros compensadores.

El riesgo que para la CCP supone estar muy expuesta a determinados miembros, se mitiga por la exigencia del marco internacional de que el fondo de garantía tenga, como mínimo, un tamaño equivalente a las pérdidas que pudiera generar el miembro con mayor posición en condiciones de mercado extremas pero plausibles⁴.

Las CCP son, por su naturaleza, entidades altamente interconectadas con el resto del sistema financiero. Si bien las CCP se pueden vincular entre sí por medio de los acuerdos de interoperabilidad, en la práctica estos son escasos. No obstante, destaca una elevada presencia de miembros y proveedores de servicios comunes, algunos bancos globalmente sistémicos (G-SIBs). En particular, las 26 principales CCP (domiciliadas en 15 jurisdicciones) están, por lo general, expuestas a, al menos, diez G-SIBs.

La compensación centralizada tiene el potencial de reforzar la estabilidad financiera. Sin embargo, plantea elementos de riesgo sistémico que deben abordarse. En base a esta preocupación, los reguladores han dedicado esfuerzos considerables para reforzar la solidez y resiliencia de las CCP. Recientemente, el enfoque ha sido el desarrollo de regímenes robustos de recuperación y resolución, que mitiguen el impacto que sobre la estabilidad financiera tendría la eventual quiebra de una CCP.

4 En las CCP globalmente sistémicas el tamaño del fondo deberá ser suficiente para cubrir las pérdidas de los dos mayores miembros.