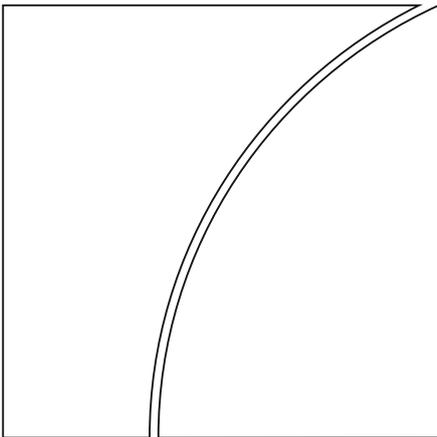


Comité de Supervisión
Bancaria de Basilea

Consejo de la
Organización
Internacional de
Comisiones de Valores



**Requerimientos de
márgenes para
derivados
compensados de forma
no centralizada**

Septiembre de 2013



BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES



OICU-IOSCO

Esta publicación puede consultarse el sitio web del BPI (www.bis.org) y en la de la OICV-IOSCO (www.iosco.org).

© *Banco de Pagos Internacionales 2013. Reservados todos los derechos. Se permite la reproducción o traducción de breves extractos, siempre que se indique su procedencia.*

ISBN 92-9131-599-0 (versión impresa)

ISBN 92-9197-599-0 (versión en línea)

Índice

| | |
|--|----|
| Parte A: Sinopsis | 1 |
| Parte B: Requerimientos y principios fundamentales | 7 |
| Elemento 1: Alcance del marco - Instrumentos sujetos a los requerimientos | 7 |
| Elemento 2: Alcance del marco - Ámbito de aplicación | 8 |
| Elemento 3: Importes mínimos básicos y metodologías para calcular los márgenes inicial y de variación | 11 |
| Elemento 4: Garantías admisibles para márgenes..... | 17 |
| Elemento 5: Tratamiento del margen inicial aportado | 20 |
| Elemento 6: Tratamiento de las operaciones con asociadas..... | 23 |
| Elemento 7: Interacción de los regímenes nacionales en las operaciones transfronterizas | 24 |
| Elemento 8: Introducción gradual de los requerimientos | 25 |
| Anexo A | 28 |
| Cuadro de margen inicial normalizado..... | 28 |
| Anexo B | 29 |
| Cuadro de descuentos normalizados | 29 |

Acrónimos y abreviaturas

| | |
|------------|--|
| BCBS | Comité de Supervisión Bancaria de Basilea |
| BPI | Banco de Pagos Internacionales |
| CCP | Entidad de contrapartida central |
| CGFS | Comité sobre el Sistema Financiero Global |
| CPSS | Comité de Sistemas de Pago y Liquidación |
| FSB | Consejo de Estabilidad Financiera |
| G-20 | El Grupo de los Veinte |
| G-SIFI | Instituciones financieras de importancia sistémica mundial |
| OICV-IOSCO | Organización Internacional de Comisiones de Valores |
| LCR | Coefficiente de cobertura de liquidez |
| MTA | Importe mínimo de transferencia |
| NSFR | Coefficiente de financiación estable neta |
| OTC | Extrabursátil |
| PSE | Entidad del sector público |
| QIS | Estudio de impacto cuantitativo |
| WGMR | Grupo de Trabajo sobre requerimientos de márgenes |

Parte A: Sinopsis

Este documento presenta la versión final del marco normativo que establece requerimientos mínimos de constitución y reposición de garantías («márgenes») para los derivados compensados de forma no centralizada, acordado por el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (BCBS) y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (OICV-IOSCO)¹. Este marco definitivo ha sido elaborado en consultas con el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y el Comité sobre el Sistema Financiero Global (CGFS).

Contexto

La crisis económica y financiera que estalló en 2007 reveló deficiencias importantes en la resiliencia de los bancos y de otros participantes del mercado ante perturbaciones económicas y financieras. En el contexto de los derivados negociados en mercados extrabursátiles (OTC), en particular, la crisis financiera demostró que sería necesario mejorar la transparencia de esos mercados y regular de forma adicional estos contratos y a los participantes en los mercados, a fin de limitar la asunción de riesgo excesiva y opaca a través de los derivados OTC y mitigar el riesgo sistémico que suponen las operaciones, mercados y prácticas en derivados OTC.

Para dar respuesta a dicha necesidad, el Grupo de los Veinte (G-20) introdujo en 2009 un programa de reforma dirigido a reducir el riesgo sistémico planteado por los derivados OTC. Según lo acordado inicialmente en 2009, el programa de reforma del G-20 comprende cuatro elementos:

- Todos los derivados OTC normalizados deberán negociarse en bolsas o plataformas electrónicas, cuando sea adecuado.
- Todos los derivados OTC normalizados deberán compensarse a través de entidades de contrapartida central (CCP).
- Los contratos de derivados OTC deberán notificarse a los registros de operaciones.
- Los contratos de derivados compensados de forma no centralizada se someterán a requerimientos de capital más elevados².

En 2011, el G-20 acordó incorporar al programa los requerimientos de márgenes sobre los derivados compensados de forma no centralizada, solicitando al BCBS y a la OICV-IOSCO que desarrollasen, con fines de consulta, normas internacionales uniformes para dichos requerimientos de márgenes³. A tal efecto, el BCBS y la OICV-IOSCO, en colaboración con el CPSS y el CGFS, constituyeron en octubre de 2011 el Grupo de Trabajo sobre requerimientos de márgenes (WGMR) para elaborar una propuesta sobre requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada, que debía estar disponible para consulta a mediados de 2012.

¹ En este documento, el término «derivados compensados de forma no centralizada» se utiliza como expresión abreviada para referirse a los derivados que no se compensan a través de una entidad de contrapartida central.

² G-20, *Declaración de la Cumbre de Pittsburgh*, www.g20.utoronto.ca/2009/2009communique0925.html.

³ G-20, *Declaración final de la Cumbre de Cannes*, www.g20civil.com/documents/Cannes_Declaration_4_November_2011.pdf.

En julio de 2012 se publicó una propuesta inicial, acompañada de la invitación a presentar comentarios hasta el 28 de septiembre de 2012. Además, se realizó un estudio de impacto cuantitativo (QIS) para evaluar la liquidez potencial y otros efectos cuantitativos relacionados con los requerimientos obligatorios de márgenes.

El BCBS y la OICV-IOSCO publicaron en febrero de 2013, tras una atenta consideración de los comentarios al primer documento de consulta y de los resultados del QIS, un segundo documento de consulta que reflejaba la versión casi definitiva del marco normativo. El documento de consulta solicitaba comentarios sobre cuatro cuestiones relativas a ciertos aspectos específicos de la versión casi definitiva del marco sobre márgenes.

Los numerosos comentarios recibidos se tuvieron en cuenta al actualizar la propuesta y redactar la versión definitiva del marco internacional sobre requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada, cuyos principales objetivos, elementos y principios se exponen en el documento que sigue a continuación.

Objetivos de los requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada

Los requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada ofrecen dos ventajas principales:

Reducción del riesgo sistémico. Únicamente los derivados normalizados son aptos para compensación centralizada. Una fracción importante de los derivados no está normalizada y no puede compensarse de forma centralizada⁴. Estos derivados compensados de forma no centralizada, por un importe nominal total de cientos de billones de dólares⁵, presentan el mismo tipo de riesgos de propagación y contagio sistémico que se materializaron en la reciente crisis financiera. Es previsible que los requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada reduzcan los efectos de propagación y contagio al asegurar la disponibilidad de garantías para compensar las pérdidas causadas por el incumplimiento de una contraparte en transacciones con derivados. Los requerimientos de márgenes también ofrecerían ventajas más amplias de orden macroprudencial al reducir la vulnerabilidad del sistema financiero a una prociclicidad potencialmente desestabilizadora y al limitar la acumulación de exposiciones no garantizadas.

Promoción de la compensación centralizada. En numerosas jurisdicciones, la compensación centralizada será obligatoria para la mayoría de los derivados normalizados. Pero la compensación impone costes, en parte porque las CCP exigen la constitución de márgenes. Los requerimientos de márgenes sobre derivados compensados de forma no centralizada, al reflejar el riesgo por lo general más alto que éstos conllevan, promoverá la compensación centralizada, reforzando la eficacia del programa de reforma original de 2009 del G-20. Esto podría, a su vez, contribuir a reducir el riesgo sistémico.

⁴ El FMI (*Global Financial Stability Report*, abril 2010, capítulo 3) supone que una cuarta parte de los *swaps* de tasas de interés, un tercio de los *swaps* de incumplimiento crediticio y dos tercios de otros derivados OTC carecerán de normalización y liquidez suficientes como para compensarse de forma centralizada.

⁵ Una encuesta reciente del BPI (*Estadísticas semestrales del BPI sobre derivados extrabursátiles (OTC) a finales de junio de 2012*) muestra que, a dicha fecha, el importe nominal de los derivados OTC en circulación ascendía a 639 billones de USD.

La eficacia de los requerimientos de márgenes podría resultar perjudicada si dichos requerimientos no fueran uniformes a nivel internacional. La actividad podría redirigirse hacia lugares con menores requerimientos de márgenes, lo que suscitaría una doble preocupación:

- La eficacia de los requerimientos de márgenes podría resultar perjudicada (arbitraje regulador).
- Las instituciones financieras que operasen en lugares con menores márgenes podrían gozar de ventaja competitiva (condiciones de competencia desiguales).

Margen y capital

Ambos, capital y margen, desempeñan funciones importantes y complementarias de mitigación del riesgo, si bien difieren en ciertos aspectos. En primer lugar, el margen es el «pago del incumplidor». En caso de incumplimiento de una contraparte, el margen protege a la otra parte mediante la absorción de pérdidas a través de la garantía proporcionada por la entidad incumplidora. En cambio, el capital aporta capacidad de absorción de pérdidas al sistema; pero, por ser el «pago del superviviente», su utilización para afrontar tales pérdidas consume los recursos financieros propios de la entidad superviviente. El recurso a una mayor dependencia de los márgenes influirá favorablemente sobre los incentivos. Una mayor dependencia de los márgenes ayudará a los participantes del mercado a internalizar mejor el coste de la asunción de riesgo, ya que tendrán que constituir garantías al celebrar un contrato de derivados. También fomentará la resiliencia de los mercados en épocas de tensión: el participante en el mercado que no hubiese recibido márgenes podría sufrir presiones para retirarse de la negociación a fin de preservar su capital.

En segundo lugar, el margen es más «finalista» y dinámico: cada cartera tiene asignado su propio margen para absorber las pérdidas potenciales asociadas a la misma, ajustándose al objeto de reflejar eventuales cambios en el riesgo de esa cartera. En cambio, el capital es compartido colectivamente por todas las actividades de la entidad y en consecuencia puede agotarse más fácilmente en épocas de tensión. También es difícil ajustar rápidamente el capital ante cambios en la exposición al riesgo. La finalidad de los requerimientos de capital para cada exposición no es cubrir la pérdida por incumplimiento de la contraparte, sino más bien la pérdida ponderada por su probabilidad de ocurrencia en caso de dicho incumplimiento. Por estas razones, cabe considerar que el margen ofrece mayor protección frente al riesgo de crédito de contraparte, a condición de que efectivamente se aplique. Para que el margen pueda ser un mitigante eficaz del riesgo debe: (i) estar accesible cuando se precise, y (ii) estar constituido de tal forma que pueda liquidarse rápidamente y a un precio predecible incluso en momentos de tensión financiera.

Impacto de los requerimientos de márgenes sobre la liquidez

Las potenciales ventajas de los requerimientos de márgenes deben contrastarse con el impacto sobre la liquidez que resultaría de la necesidad de las contrapartes en los derivados de prestar garantías líquidas y de alta calidad para satisfacer dichos requerimientos, incluidos posibles cambios en la operativa del mercado como resultado de una mayor demanda agregada de dichas garantías. Las instituciones financieras tendrían que obtener y dedicar recursos adicionales de liquidez a satisfacer requerimientos de márgenes que superasen la práctica actual. Por otra parte, el impacto de los requerimientos de márgenes sobre la liquidez no puede considerarse de forma aislada. Muy al contrario, es importante reconocer iniciativas reguladoras concomitantes y en curso que también afectarán de forma significativa a la liquidez; entre otras, las relativas al Coeficiente de cobertura de liquidez (LCR) y al Coeficiente de financiación estable neta (NSFR) del BCBS, y los mandatos mundiales de compensación central de derivados normalizados.

El BCBS y la OICV-IOSCO elaboraron un QIS para calibrar el impacto de las propuestas sobre márgenes. En concreto, el QIS evaluó el importe de los márgenes exigidos para los derivados compensados de forma no centralizada, así como la cuantía de garantías disponibles que permitirían satisfacer dichos requerimientos.

Al elaborar el marco de requerimientos de márgenes descrito en este documento se prestó gran atención a los resultados del QIS, así como a los comentarios recibidos a la propuesta inicial y a su versión casi definitiva. En su diseño se han evaluado cuidadosamente tanto el efecto global sobre la liquidez derivado de los requerimientos de margen inicial como la disponibilidad de activos adecuados para satisfacer dichos requerimientos. Los elementos clave del marco de requerimientos de márgenes que permiten abordar directamente las exigencias de liquidez asociadas a dichos requerimientos son el uso de umbrales permitidos para el margen inicial (según se aborda en el Elemento 2), la elegibilidad de una amplia gama de activos de garantía (analizada en detalle en el Elemento 4), la capacidad de rehipotecar con arreglo a estrictas condiciones ciertos activos constituidos en garantía inicial (considerada en el Elemento 5) y los factores que activan la introducción gradual de los requerimientos (cuyo tratamiento se amplía en el Elemento 8).

Requerimientos y principios fundamentales

Según se describe con más detalle en la Parte B, este documento presenta la versión definitiva de las normas sobre requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada, y ha sido elaborado por el BCBS y la OICV-IOSCO. Se articula en torno a una serie de principios fundamentales que abordan ocho elementos principales:

1. Se aplicarán prácticas adecuadas de márgenes de garantía en relación con todas las transacciones de derivados no compensadas a través de CCP.
2. Todas las empresas financieras y entidades no financieras de importancia sistémica («entidades afectadas») que participen en transacciones de derivados compensados de forma no centralizada deberán intercambiarse márgenes iniciales y de variación ajustados a los riesgos de contraparte que planteen dichas transacciones.
3. Las metodologías para calcular los márgenes inicial y de variación que sirvan de base para el margen recibido de una entidad de contrapartida deberán: (i) ser coherentes entre entidades afectadas por los requerimientos y reflejar tanto la exposición potencial futura («margen inicial») como la actual («margen de variación») asociadas a la cartera de derivados compensados de forma no centralizada de que se trate, y (ii) asegurar que todas las exposiciones al riesgo de contraparte están plenamente cubiertas con un alto grado de confianza.
4. Para asegurar que los activos recibidos en garantía en concepto de márgenes inicial y de variación puedan liquidarse en un plazo razonable que permita generar ingresos que protejan suficientemente a las entidades receptoras afectadas por los requerimientos frente a pérdidas resultantes de derivados compensados de forma no centralizada en caso de incumplimiento de una contraparte, los activos deberán gozar de amplia liquidez y poder mantener, tras aplicar un descuento adecuado, su valor en momentos de tensión financiera.
5. Ambas partes deberán intercambiarse márgenes iniciales, sin compensar por saldos netos los importes respectivamente recibidos (se opera, pues, en términos brutos), y los mantendrán de forma tal que se garantice que: (i) la parte receptora podrá disponer de ellos de forma inmediata en caso de incumplimiento de la contraparte, y que (ii) el margen recibido estará sujeto a acuerdos que, en caso de quiebra de la parte receptora, protegerán plenamente a la parte aportante en la medida más amplia permitida por la ley en la jurisdicción aplicable.
6. Las transacciones entre una empresa y sus asociadas estarán sujetas a la regulación pertinente en consonancia con el marco legal y reglamentario de cada jurisdicción.

7. Los regímenes reguladores deben interactuar de forma que los requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada guarden suficiente coherencia y se eviten duplicidades entre jurisdicciones.
8. Los requerimientos de márgenes se introducirán gradualmente a lo largo de un periodo de tiempo adecuado a fin de asegurar la oportuna gestión de los costes de transición asociados al nuevo marco. Una vez en vigor y funcionamiento, los reguladores emprenderán una revisión coordinada de las normas sobre márgenes al objeto de determinar su eficacia general y de garantizar la armonización entre jurisdicciones nacionales y entre iniciativas reguladoras relacionadas.

Seguimiento y evaluación

El impacto efectivo de los requerimientos de márgenes depende de diversos factores e incertidumbres, entre otros el porcentaje que representan los derivados compensados de forma no centralizada sobre el total de derivados compensados y la evolución de la volatilidad del mercado. Además, las implicaciones de una serie de elementos del diseño del marco podrían variar con el tiempo en función de cambios en la estructura y en las condiciones del mercado.

El BCBS y la OICV-IOSCO constituirán un grupo de seguimiento para evaluar estas normas sobre márgenes en 2014. Su evaluación se centrará en la relación y coherencia de dichas normas con iniciativas reguladoras relacionadas, tales como cambios en los métodos estándar para determinar los requerimientos de capital asociados a la cartera de negociación y al riesgo de crédito de contraparte, potenciales descuentos mínimos en operaciones con pactos de recompra o de reventa, la aplicación del LCR y requerimientos de capital sobre derivados compensados de forma centralizada que puedan desarrollarse junto a estos requerimientos de aquí a 2014.

El grupo de seguimiento considerará iniciativas para realizar un nuevo análisis de los costes y beneficios, y de los efectos sobre la competencia, de normas que establezcan requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada. Tendrá en cuenta la eficacia general e idoneidad de las metodologías y estándares en materia de márgenes. Estudiará la posible armonización de los métodos basados en modelos y en estándares para calcular el margen inicial, y evaluará la potencial prociclicidad de los requerimientos de márgenes.

El grupo de seguimiento considerará los resultados de diversos estudios en curso, como el dirigido por el Grupo de Evaluación Macroeconómica sobre Derivados, del Banco de Pagos Internacionales, sobre el impacto macroeconómico de las reformas del mercado de derivados OTC, y la evaluación, por el Equipo de Evaluación de Derivados OTC, de los incentivos para la compensación centralizada. Asimismo, seguirá detenidamente y evaluará los efectos en materia de liquidez resultantes de estos requerimientos de márgenes sobre diferentes tipos de entidades afectadas. Cuando sea oportuno, el grupo de seguimiento realizará un estudio cuantitativo para evaluar el impacto del marco de márgenes o de algunos de sus aspectos.

El grupo de seguimiento considerará la posibilidad de brindar orientación más precisa sobre la validación y contrastación retrospectiva (*backtesting*) de modelos de constitución y reposición de márgenes. También valorará los riesgos de eximir de los requerimientos de margen inicial a las transacciones de divisas con liquidación física prefijada ligadas a la permuta del principal en *swaps* cruzados de tasas de interés y monedas (*cross-currency swaps*), así como la conveniencia de cualquier modificación a dicha disposición.

El grupo de seguimiento tendrá en cuenta los progresos de una serie de iniciativas reguladoras encaminadas a establecer un marco global para las interacciones transfronterizas, entre otras en materia de márgenes. Dichos desarrollos se examinarán para garantizar que las interacciones entre las distintas

jurisdicciones en el contexto de los requerimientos de márgenes son compatibles con los objetivos del presente marco.

Por último, el grupo de seguimiento reunirá datos relevantes sobre la medida en que la garantía es rehipotecada en las limitadas condiciones identificadas en el Elemento 5, sobre dónde y cómo se mantiene dicha garantía, sobre cualquier cuestión de aplicación y sobre las ventajas y riesgos de la rehipoteca, a fin de formular recomendaciones al BCBS y al OICV-IOSCO sobre si debe seguir permitiéndose la rehipoteca de garantías en esas condiciones, permitirse únicamente la de un subconjunto de productos derivados compensados de forma no centralizada, prohibirse por completo la práctica de la rehipoteca, o bien modificarse de cualquier otro modo las condiciones.

Ciertos elementos de las normas sobre márgenes pueden requerir nueva evaluación o modificarse si en un futuro datos adicionales o nuevos análisis revelasen que los incentivos y los efectos de los mismos se desvían sustancialmente de los resultados reflejados en el QIS, son incompatibles con los objetivos expresados en este marco o no equilibran eficazmente los costes y beneficios de los requerimientos. Basándose en las conclusiones del grupo de seguimiento, el BCBS y la OICV-IOSCO determinarán conjuntamente la necesidad de acometer cualquier trabajo adicional o bien la oportunidad o conveniencia de introducir cualquier modificación en los requerimientos de márgenes. Este proceso de seguimiento y evaluación no pretende disuadir a las distintas autoridades reguladoras de proceder, mientras el grupo de seguimiento realiza su trabajo, con normas relativas a requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada que sean compatibles con este documento.

El BCBS y la OICV-IOSCO también seguirán trabajando para seguir y evaluar la consistencia en la aplicación de los requerimientos entre productos, jurisdicciones y participantes del mercado.

Parte B: Requerimientos y principios fundamentales

Elemento 1: Alcance del marco - Instrumentos sujetos a los requerimientos

Preámbulo

1(a) Una cuestión básica primaria que ha de abordarse al diseñar los requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada es a qué instrumentos derivados se aplicarán. En consonancia con el mandato del G-20, el BCBS y la OICV-IOSCO han centrado su atención en todos los derivados no compensados por una CCP, independientemente de su tipo. Al mismo tiempo, ha merecido cierta consideración la cuestión de si ciertos tipos de transacciones (por ejemplo, los *forwards* y *swaps* de divisas) deberían excluirse del ámbito de aplicación de los requerimientos de márgenes debido a sus características únicas o a determinadas prácticas del mercado.

Principio fundamental 1

Se aplicarán prácticas adecuadas de constitución y reposición de márgenes en relación con todas las transacciones de derivados no compensadas a través de CCP⁶.

Requerimiento 1

1.1 A excepción de *forwards* y *swaps* de divisas con liquidación física, los requerimientos de márgenes se aplican a todos los derivados compensados de forma no centralizada. Los requerimientos de márgenes descritos en este documento no se aplican a los *forwards* y *swaps* de divisas con liquidación física. Ahora bien, el BCBS y la OICV-IOSCO constatan que la reposición de márgenes en estos derivados es práctica común y establecida entre participantes del mercado significativos, reconociendo dicho intercambio de márgenes de variación como un instrumento prudente de gestión del riesgo que limita la acumulación de riesgo sistémico. En consecuencia, coinciden en que se aplican normas de intercambio de márgenes de variación en *forwards* y *swaps* de divisas con liquidación física de una manera coherente con el marco normativo expuesto en su versión definitiva de este documento y que dichas normas de margen de variación se aplican bien por medio de pautas de supervisión o de regulación nacional. El BCBS y la OICV-IOSCO hacen notar que el primero ha actualizado la guía de supervisión para la gestión del riesgo de liquidación en las transacciones de divisas⁷. La actualización de dicha guía incluye los requerimientos de márgenes para *forwards* y *swaps* de divisas con liquidación física. Al desarrollar normas sobre margen de variación para *forwards* y *swaps* de divisas con liquidación física, los supervisores nacionales deberán tener en cuenta las recomendaciones de la guía de supervisión del BCBS.

⁶ Estas prácticas solo se aplican a operaciones con derivados no compensadas por CCP y no a otras, como los contratos con pacto de recompra y las operaciones de préstamo de valores, que, aun compartiendo algunas características con los derivados, no son propiamente tales. Además, las operaciones de derivados compensados indirectamente que sean intermediadas por un miembro compensador en representación de un cliente no miembro están exentas de estos requerimientos, a condición de que el cliente no miembro (a) esté sujeto a los requerimientos de márgenes de la cámara de compensación o (b) aporte márgenes ajustados a los requerimientos de márgenes de la pertinente cámara de compensación.

⁷ El BCBS ha publicado pautas de supervisión para gestionar los riesgos asociados a la liquidación de transacciones de divisas: www.bis.org/publ/bcbs241.htm.

1.2 Los requerimientos de margen inicial para los *swaps* cruzados de tasas de interés y monedas no se aplican a las transacciones de divisas con liquidación física prefijada ligadas a la permuta del principal en dichos *swaps* cruzados. En la práctica, los requerimientos de márgenes para los *swaps* cruzados pueden calcularse de dos maneras. El margen inicial puede calcularse por referencia a la parte de «tasa de interés» del cuadro de margen inicial normalizado descrito más adelante y anexo al presente documento. De forma alternativa, puede calcularse con arreglo a un modelo de margen inicial autorizado, en cuyo caso el modelo no necesita incorporar el riesgo asociado a las transacciones de divisas con liquidación física prefijada ligadas a la permuta del principal. Todos los demás riesgos que afectan a los *swaps* cruzados de tasas de interés y monedas, sin embargo, deberán tenerse en cuenta al calcular el importe del margen inicial⁸. Por último, los requerimientos de margen de variación descritos más adelante se aplican a todos los componentes de los *swaps* cruzados de tasas de interés y monedas.

Elemento 2: Alcance del marco - Ámbito de aplicación

Preámbulo

2(a) Otro elemento importante de los requerimientos de márgenes es su ámbito general de aplicación; es decir, a qué empresas se aplican los requerimientos y qué obligaciones les imponen. En concreto, el ámbito de aplicación de los requerimientos de márgenes afecta significativamente a cada uno de los siguientes aspectos:

- La medida en que los requerimientos reducen el riesgo sistémico; al respecto, el BCBS y la OICV-IOSCO han considerado en qué medida los posibles enfoques captarían la totalidad o práctica totalidad del riesgo sistémico originado por los derivados compensados de forma no centralizada, cuyo riesgo se concentra por lo general en las actividades de los principales participantes del mercado que realizan transacciones de una cantidad significativa de derivados compensados de forma no centralizada (por ejemplo, a través de operaciones de negociación), con algunas excepciones en determinadas clases de activos, como las materias primas;
- La medida en que los requerimientos promueven la compensación centralizada; al respecto, el BCBS y la OICV-IOSCO han considerado en qué medida los posibles enfoques secundarían el mandato de compensar de forma centralizada, que se aplica con carácter general a todas las instituciones financieras y a las no financieras con un riesgo sistémico significativo; y,
- El impacto de los requerimientos sobre la liquidez; al respecto, el BCBS y la OICV-IOSCO han considerado el hecho de que un ámbito de aplicación más amplio entrañaría un impacto proporcionalmente mayor sobre la liquidez.

2(b) Al evaluar este elemento fundamental de los requerimientos de márgenes y sus implicaciones para la reducción del riesgo sistémico, los incentivos relativos a la compensación centralizada y su impacto sobre la liquidez, el BCBS y la OICV-IOSCO se han centrado en dos cuestiones principales:

- Si los requerimientos de márgenes deberían aplicarse a todas las partes en los derivados compensados de forma no centralizada, únicamente a las empresas financieras o solo a los principales participantes del mercado; y,

⁸ En aras de la claridad, los únicos pagos que se excluirán de requerimientos de margen inicial en un *swap* cruzado de tasas de interés y monedas serán las transacciones de divisas con liquidación física prefijada ligadas a la permuta del principal (que tienen las mismas características que los *forwards* de divisas). Todos los demás pagos o flujos de efectivo producidos durante la vigencia del *swap* deben estar sujetos a requerimientos de margen inicial.

- Si los requerimientos de márgenes deberían exigir un intercambio bilateral de márgenes entre todas las entidades afectadas por los requerimientos o únicamente la recepción unilateral de márgenes por ciertos tipos de empresas (por ejemplo, los principales participantes del mercado).

2(c) El BCBS y la OICV-IOSCO opinan que no es necesario aplicar los requerimientos de márgenes a los derivados compensados de forma no centralizada en los que participen entidades no financieras que no tengan importancia sistémica, habida cuenta de que: (i) se considera que dichas operaciones entrañan escaso o nulo riesgo sistémico, y que (ii) dichas operaciones están exentas de los mandatos de compensación centralizada en la mayoría de regímenes nacionales. Del mismo modo, el BCBS y la OICV-IOSCO abogan por que los requerimientos de márgenes no se apliquen de forma tal que exijan a entes soberanos, bancos centrales, bancos multilaterales de desarrollo (BMD) o al Banco de Pagos Internacionales la recepción o constitución de márgenes. Ambas posiciones se reflejan en la exclusión de dichas transacciones del ámbito de aplicación de los requerimientos de márgenes. En consecuencia, una transacción entre una entidad afectada y una de las entidades antes mencionadas no está sujeta a la exigencia de los requerimientos del presente documento.

2(d) En lo que respecta a otros derivados compensados de forma no centralizada, el BCBS y la OICV-IOSCO abogan por requerimientos de márgenes que, en principio, podrían implicar el intercambio obligatorio de márgenes tanto inicial como de variación entre las partes de los derivados compensados de forma no centralizada («margen recíproco universal»).

2(e) En el caso del margen de variación, el BCBS y la OICV-IOSCO reconocen que el intercambio periódico y oportuno del mismo representa la liquidación de la plusvalía o minusvalía latentes en un derivado y que no tiene costes netos de liquidez al representar dicho margen una transferencia de recursos de una parte a otra. Asimismo reconocen que el intercambio periódico y oportuno del margen de variación constituye una práctica ampliamente adoptada que promueve una gestión del riesgo correcta y eficaz.

2(f) En el caso de margen inicial, el BCBS y la OICV-IOSCO reconocen que los requerimientos tendrán un impacto medible en la liquidez del mercado, ya que los activos que se aportan para fines de garantía no pueden fácilmente dedicarse a otros usos durante la vigencia del contrato de derivados compensado de forma no centralizada. También se admite que tales requerimientos representarán un cambio significativo en la práctica del mercado y plantearán algunos retos operativos y logísticos que habrán de afrontarse con su entrada en vigor.

2(g) Estos retos operativos y logísticos se abordarán al aplicarse los requerimientos de una manera compatible con el calendario de introducción gradual antes referido y descrito en detalle en el Elemento 8. Finalizado el periodo de introducción gradual, habrá un nivel mínimo de actividad con derivados OTC compensados de forma no centralizada (con un saldo vivo nocional bruto de 8 000 millones de euros) que exigirá que las entidades afectadas se sujeten a los requerimientos de margen inicial descritos en este documento.

2(h) Un método para gestionar el impacto sobre la liquidez asociado a los requerimientos de margen inicial —y que ha recibido amplio apoyo— es estipular un umbral de margen inicial (el «umbral») que especifique un importe por debajo del cual una empresa podría optar por no recibir margen inicial. En los casos en que el requerimiento de margen inicial para la cartera superase este umbral, la empresa estaría obligada a recibir margen inicial de su contraparte por un importe equivalente al menos a la diferencia entre el requerimiento de margen inicial y el umbral. Por ejemplo, si el importe del umbral fuera de 10 y el requerimiento de margen inicial para una cartera dada de derivados compensados de forma no centralizada fuese de 15, la empresa estaría obligada a recibir al menos 5 de su contraparte en concepto de margen inicial ($15-10=5$), o más si así lo decidiese con arreglo a sus directrices y principios de gestión de riesgos. Este enfoque, si se aplicase en consonancia con prácticas correctas de gestión de riesgos, podría ayudar a moderar los costes que comportaría un régimen de márgenes recíproco universal.

Principio fundamental 2

Todas las entidades afectadas (a saber, empresas financieras y entidades no financieras de importancia sistémica) que participen en transacciones de derivados compensados de forma no centralizada deberán intercambiarse márgenes iniciales y de variación ajustados a los riesgos de contraparte que planteen dichas transacciones⁹.

Requerimiento 2

2.1 Todas las entidades afectadas que participan en operaciones con derivados compensados de forma no centralizada deben intercambiar, de manera bilateral, el importe íntegro del margen de variación (se aplica, pues, un umbral cero) de forma periódica (por ejemplo, diariamente).

2.2 Todas las entidades afectadas deben intercambiar, de manera bilateral, el margen inicial con un umbral que no exceda 50 millones de euros. El umbral se aplica al nivel del grupo consolidado al que se adjudica el umbral, con base en la totalidad de derivados compensados de forma no centralizada entre los dos grupos consolidados¹⁰.

2.3 Todas las transferencias de márgenes entre las partes pueden estar sujetas a un importe mínimo de transferencia que no supere los 500 000 euros.

2.4 Las entidades afectadas comprenden la totalidad de las empresas financieras y las no financieras de importancia sistémica. Los bancos centrales, entes soberanos¹¹, bancos multilaterales de desarrollo, el Banco de Pagos Internacionales y las empresas no financieras no sistémicas no constituyen entidades afectadas¹².

2.5 Los requerimientos de margen inicial se introducirán gradualmente, pero al final del periodo de transición habrá un nivel mínimo de actividad con derivados compensados de forma no centralizada (con un saldo vivo nocional bruto de 8 000 millones de euros) que exigirá que las entidades afectadas se sujeten a los requerimientos de margen inicial descritos en este documento.

2.6 La definición precisa de empresa financiera, empresa no financiera y empresa no financiera de importancia sistémica se establecerá en el reglamento nacional correspondiente. Únicamente las operaciones de derivados compensados de forma no centralizada entre dos entidades afectadas se registrarán por los requerimientos de este documento.

⁹ El BCBS y la OICV-IOSCO advierten de que se aplica un tratamiento diferente a las transacciones entre entidades asociadas, según se describe en el Elemento 6.

¹⁰ Los fondos de inversión gestionados por un asesor de inversiones se consideran entidades distintas que se tratan por separado a efectos de la aplicación del umbral siempre y cuando sean entidades jurídicamente independientes que no estén garantizadas por garantías reales o que no estén de cualquier otro modo avaladas o respaldadas por otros fondos de inversión o por el asesor de inversiones en caso de insolvencia o quiebra del fondo.

¹¹ Sin perjuicio de la discrecionalidad nacional, las entidades del sector público (PSE) podrán tratarse como entes soberanos a los efectos de determinar la aplicabilidad de los requerimientos de márgenes. Al considerar si una PSE debería tratarse como un ente soberano a los efectos de determinar la aplicabilidad de los requerimientos de márgenes, los supervisores nacionales deberán tener en cuenta su riesgo de crédito de contraparte, lo que se refleja, por ejemplo, en si la PSE tiene capacidad para generar ingresos y en el alcance de los avales aportados por el gobierno central.

¹² Los bancos multilaterales de desarrollo (BMD) exentos de este requerimiento son aquellos admisibles para una ponderación por riesgo nula con arreglo al marco de capital de Basilea (a la fecha de publicación del presente marco de márgenes, véase la nota 24 del párrafo 54 de la parte 2 de *Basilea II: Convergencia internacional de medidas y normas de capital: marco revisado*, www.bis.org/publ/bcbs128_es.pdf).

Comentario

2(i) Todas las entidades afectadas que participen en transacciones de derivados compensados de forma no centralizada deberán intercambiarse márgenes iniciales y de variación ajustados a los riesgos de contraparte que planteen dichas transacciones.

2(ii) El requisito de que el umbral se aplique a nivel de grupo consolidado pretende evitar la proliferación de asociadas y otras entidades jurídicas dentro de entidades mayores con la única finalidad de eludir los requerimientos de márgenes. El ejemplo siguiente describe cómo aplicaría el umbral una entidad frente a tres entidades jurídicamente independientes pertenecientes a un grupo consolidado mayor.

2(iii) Supongamos que una empresa realiza operaciones distintas con derivados, celebradas con arreglo a diferentes contratos legalmente exigibles de compensación por saldos netos, con tres contrapartes, A1, A2 y A3, integradas todas ellas en un mismo grupo consolidado mayor, como por ejemplo un *holding* bancario. Supongamos, además, que el requerimiento de margen inicial (como se describe en el Elemento 3) es de 100 millones de euros para cada uno de los conjuntos de operaciones compensables de la empresa con las asociadas A1, A2 y A3. Siendo así, la empresa que opera con estas tres asociadas deberá recibir al menos 250 millones de euros ($250=100+100+100-50$) del grupo consolidado. La forma exacta en que dicha empresa asignará el umbral de 50 millones de euros entre los tres conjuntos de neteo queda a la entera discreción de la misma y sus contrapartes. La empresa no podría aplicar un umbral de 50 millones de euros a cada conjunto de neteo con A1, A2 y A3, de modo que el margen inicial total que recibiese fuese de solo 150 millones de euros ($150=100-50+100-50+100-50$).

2(iv) Por otra parte, la exigencia de aplicar el umbral con carácter consolidado se refiere tanto a la contraparte a la que se adjudica el umbral como a la contraparte que lo concede. A modo de ilustración, supongamos que en el ejemplo precedente la empresa indicada está a su vez organizada en tres filiales F1, F2 y F3, realizando cada una de ellas operaciones con derivados compensados de forma no centralizada con A1, A2 y A3. En este caso, la concesión por la empresa del umbral de 50 millones de euros a A1, A2 y A3 se ha de entender para el conjunto de la empresa, es decir, F1, F2 y F3, de modo que dichas filiales en conjunto conceden en total no más de 50 millones de euros en concepto de umbral de garantía inicial al conjunto de asociadas A1, A2 y A3.

2(v) La aplicación de este método requiere la debida cooperación entre supervisores de origen y de acogida. Al aplicarse el umbral de forma consolidada, el supervisor del grupo consolidado será forzosamente el único capaz de verificar que el grupo no supera ese umbral con todas sus contrapartes. Los supervisores de acogida de las filiales de un grupo no podrían determinar por sí mismos si las filiales locales bajo su responsabilidad cumplen con el umbral asignado por el grupo a cada una de sus filiales. Por lo tanto, la comunicación entre los supervisores de origen consolidados y los supervisores de acogida es indispensable para asegurarse de que estos últimos tienen acceso a información sobre el umbral asignado a la filial local bajo su responsabilidad.

Elemento 3: Importes mínimos básicos y metodologías para calcular los márgenes inicial y de variación

Preámbulo

3(a) Un tercer elemento fundamental de los requerimientos de márgenes lo constituye el importe mínimo básico del margen inicial y de variación que debería recibirse en relación con los derivados compensados de forma no centralizada, así como las metodologías para calcular dicho importe básico. El BCBS y la OICV-IOSCO han evaluado el cálculo de estos importes mínimos básicos atendiendo a las dos ventajas fundamentales de los requerimientos de márgenes descritas en la Parte A: la reducción del

riesgo sistémico y la promoción de la compensación centralizada. Atendiendo a la reducción del riesgo sistémico, el BCBS y la OICV-IOSCO han considerado la medida en que dichos márgenes básicos serían suficientes para compensar con un alto grado de confianza cualquier pérdida causada por el incumplimiento de una contraparte; esta línea de análisis implica calibrar los márgenes básicos en función de la exposición actual y potencial planteada por distintas operaciones de derivados. En cuanto a la promoción de la compensación centralizada, el BCBS y la OICV-IOSCO han considerado los costes que conlleva el cumplimiento de los requerimientos de márgenes básicos; esta línea de análisis implica calibrar los márgenes básicos en función del coste de ejecutar transacciones idénticas o similares en régimen de compensación centralizada. Este documento establece un marco general para el cálculo de los márgenes inicial y de variación básicos que permita materializar ambas ventajas de los requerimientos de márgenes.

3(b) Por lo que respecta a diferenciar los requerimientos básicos del margen inicial y del margen de variación, el BCBS y la OICV-IOSCO han tenido en cuenta la diferente forma y finalidad de cada tipo de margen, así como su uso habitual en la práctica de mercado.

3(c) El margen de variación protege a las partes contratantes de la exposición actual en la que ya ha incurrido una de las partes ante cambios en el valor a precios de mercado del contrato tras su celebración. El importe del margen de variación refleja el tamaño de esta exposición actual. Depende del valor a precios de mercado de los derivados en cualquier momento y puede por tanto cambiar con el tiempo.

3(d) El margen inicial protege a las partes contratantes de la exposición potencial futura, la que podría resultar de futuros cambios en el valor a precios de mercado del contrato durante el tiempo que se tardase en cerrar la posición y reponerla en caso de que una o más contrapartes incumpliesen. El importe del margen inicial refleja el tamaño de la exposición potencial futura. Depende de diversos factores, entre otros la frecuencia de valoración del contrato y de intercambio del margen de variación, la volatilidad del instrumento subyacente y la duración esperada del periodo de cierre y reposición del contrato, y puede variar con el tiempo, sobre todo cuando se calcula para una cartera y se incorporan o eliminan transacciones de forma continua.

Principio fundamental 3

Las metodologías para calcular los márgenes inicial y de variación que servirán de base para el margen recibido de una entidad de contrapartida deberán: (i) ser coherentes entre entidades afectadas por los requerimientos y reflejar tanto la exposición potencial futura («margen inicial») como la actual («margen de variación») asociadas a la cartera de derivados compensados de forma no centralizada en cuestión, y (ii) asegurar que todas las exposiciones al riesgo de contraparte están plenamente cubiertas con un alto grado de confianza.

Requerimiento 3 – Margen inicial

3.1 Al objeto de determinar el margen inicial básico, la exposición potencial futura de un derivado compensado de forma no centralizada deberá reflejar una estimación extrema pero plausible de revalorización del instrumento que sea consistente con un intervalo de confianza asimétrico del 99% en un horizonte temporal de 10 días¹³, con base en datos históricos que incorporen un periodo de tensión

¹³ El requisito de 10 días se aplicará en el caso de que el margen de variación se intercambie diariamente. Si este se intercambiase con una frecuencia menor, el horizonte temporal mínimo debería ser igual a 10 días más el número de días

financiera significativa¹⁴. El importe del margen inicial deberá calibrarse para un periodo que incluya tensiones financieras a fin de asegurar la disponibilidad de suficiente margen cuando más se necesite y de limitar su potencial prociclicidad. El importe de margen inicial requerido podrá calcularse por referencia a (i) un modelo cuantitativo de márgenes de cartera o bien a (ii) un cuadro de márgenes normalizado. Cuando se calcule a partir de un modelo de margen inicial, el periodo de tensión financiera utilizado para la calibración debería identificarse y aplicarse por separado a cada clase amplia de activos para los que se permita constituir márgenes a la cartera, según se indica a continuación. Además, el periodo identificado deberá incluir un periodo de tensión financiera y el periodo histórico abarcado no superará los cinco años. Asimismo, los datos comprendidos en el periodo identificado se equiponderarán para los fines de la calibración.

3.2 Los derivados compensados de forma no centralizada están a menudo expuestos a una serie de riesgos complejos e interrelacionados. Los modelos cuantitativos internos o de terceros que evalúan estos riesgos en detalle pueden resultar útiles para asegurarse de que el importe de margen inicial se calcula de forma que tenga adecuadamente en cuenta el riesgo. Por otra parte, es práctica habitual de un elevado número de CCP grandes y activas utilizar modelos cuantitativos internos para determinar el importe de margen inicial.

3.3 A pesar de la utilidad de los modelos cuantitativos, su uso depende de que se satisfagan varias condiciones previas. En primer lugar, cualquier modelo cuantitativo que se utilice para determinar el margen inicial deberá haber sido autorizado por la autoridad supervisora competente, no pudiéndose utilizar para dicho fin aquellos que no cuenten con la autorización explícita. Los modelos podrán desarrollarse internamente o ser provistos por las contrapartes o proveedores terceros, pero en todos estos casos habrán de obtener la aprobación de la debida autoridad supervisora. Además, en caso de utilizarse un modelo de terceros para determinar el margen inicial, este deberá autorizarse en cada jurisdicción y para cada institución candidata a utilizarlo. Del mismo modo, una contraparte no regulada que desee utilizar un modelo cuantitativo para determinar el margen inicial habrá de utilizar un modelo autorizado de margen inicial. No existirá la presunción de que la autorización de un supervisor en el caso de una o más instituciones implicará la autorización para un conjunto más amplio de jurisdicciones o instituciones. En segundo lugar, los modelos de margen inicial cuantitativos se someterán a un proceso de control interno que continuamente compruebe las valoraciones de riesgo del modelo, las contraste con experiencias y datos históricos y valide la aplicabilidad del modelo a los derivados para los que se está utilizando. El proceso deberá tener en cuenta la complejidad de los productos afectados (por ejemplo, opciones barrera y otras estructuras más complejas). Estos requerimientos adicionales buscan garantizar que el uso de modelos no conduzca a una reducción indebida del nivel de los márgenes. El uso de modelos tampoco pretende reducir normas de márgenes que puedan ya existir en el contexto de algunos derivados compensados de forma no centralizada. Antes bien, se propone producir evaluaciones debidamente sensibles al riesgo de la exposición potencial futura a fin de promover requerimientos de márgenes robustos.

3.4 Los modelos de margen inicial cuantitativos podrán dar cuenta del riesgo a nivel de cartera. Más en concreto, el modelo de margen inicial podrá incluir todos los derivados autorizados para su uso en modelo y que se rijan por un único contrato de compensación por saldos netos legalmente exigible. Aquellas operaciones de derivados entre contrapartes que no se rijan por un mismo acuerdo de neteo legalmente exigible no podrán incluirse, pues, en un mismo cálculo del modelo de margen inicial. Las

que medie entre los intercambios de márgenes de variación; no obstante, el cálculo del umbral establecido en el apartado 2.2 se hará independientemente de la frecuencia con la que se intercambien los márgenes de variación.

¹⁴ Debido al carácter discreto del subconjunto de operaciones afectadas por los requerimientos de márgenes, estos supuestos difieren ligeramente de los utilizados para calcular la exposición potencial futura en el marco regulador de capital de Basilea para derivados OTC.

carteras de derivados están a menudo expuestas a una serie de riesgos que se compensan entre sí que pueden y deben cuantificarse con fiabilidad a los efectos de calcular los requerimientos de margen inicial. Al mismo tiempo, debe diferenciarse entre las compensaciones de riesgos que cabe cuantificar con fiabilidad y aquellas otras cuya cuantificación resulta más difícil. En concreto, las interrelaciones entre derivados sobre distintas clases de activos, como por ejemplo acciones y materias primas, son difíciles de modelar y validar. Por otra parte, este tipo de relación tiende a ser inestable y posiblemente propenda más a romperse en momentos de tensión financiera. En consecuencia, los modelos de margen inicial podrán dar cuenta de la diversificación, la cobertura y las compensaciones de riesgos **dentro** de clases de activos bien definidas como tasas de interés o de cambio^{15,16}, acciones, valores de deuda o materias primas, mas no **entre** estas clases de activos, y a condición siempre de que estos instrumentos se incluyan en un mismo acuerdo de neteo legalmente exigible. Sin embargo, cualquier incorporación tal de la diversificación, la cobertura y compensaciones de riesgo por un modelo de margen inicial requerirá la autorización de la correspondiente autoridad supervisora. El cálculo del margen inicial para derivados sobre clases de activos específicas se realizará sin tener en cuenta los derivados sobre otras clases de activos. Como ejemplo concreto, para una cartera de derivados que consista en un único derivado de crédito y un único derivado sobre materias primas, un cálculo de margen inicial que utilizase un modelo interno procedería calculando primero el requerimiento de margen inicial para el derivado de crédito y luego el requerimiento de margen inicial para el derivado sobre materias primas. Por tratarse de dos clases de activos diferentes (materias primas y valores de deuda), el requerimiento total de margen inicial de la cartera sería la suma de los dos importes de margen inicial. Por último, los derivados que entrañen un riesgo de contraparte nulo (es decir, cero) para una empresa no requieren recepción de margen inicial y podrán excluirse de su cálculo.

3.5 Si bien bajo la vigilancia y regulación adecuadas los modelos de margen inicial cuantitativos basados en carteras pueden ser un buen instrumento de gestión de riesgos, en algunos casos puede estar justificado calcular el margen inicial con un método más sencillo y menos sensible al riesgo. En concreto, los participantes más pequeños del mercado pueden no desear desarrollar y mantener un modelo cuantitativo o pueden ser incapaces de hacerlo, y quizá no estén dispuestos a confiar en el modelo de una contraparte. Asimismo, algunos participantes del mercado pueden valorar la sencillez y la transparencia en el cálculo del margen inicial, obviando recurrir a un complejo modelo cuantitativo. Además, se necesita una alternativa debidamente conservadora para calcular el margen inicial en caso de que no exista ningún modelo de margen inicial autorizado que cubra una determinada transacción. En consecuencia, el BCBS y la OICV-IOSCO han facilitado un cuadro de margen inicial, adjunto como Anexo A, que puede servir para determinar el importe de margen inicial requerido en un conjunto de operaciones con derivados.

3.6 El margen inicial requerido se calculará tomando como referencia las tasas de margen normalizadas del Anexo A y ajustando el importe bruto del margen inicial por un factor relacionado con el coeficiente neto/bruto (NGR) asociado a todos los derivados del conjunto de neteo legalmente exigible. El uso del coeficiente neto/bruto es una práctica aceptada en el contexto de la regulación del capital bancario y reconoce compensaciones importantes que no se reconocerían con la aplicación

¹⁵ A los efectos de estos requerimientos, el margen para derivados sobre tipos de cambio y sobre tasas de interés podrá calcularse de forma conjunta para una cartera. A modo de ejemplo, el margen para un *swap* de tasas de interés y una opción sobre divisas podrá calcularse a nivel de cartera, como si se tratara de una única clase de activo.

¹⁶ Los *swaps* de inflación, que transfieren el riesgo de inflación entre contrapartes, pueden considerarse incluidos en la clase de activo de tipos de cambio y tasas de interés a los efectos de calcular los requerimientos de margen inicial con base en modelos, y como parte de la clase de activo de tasas de interés a los de calcular los requerimientos de margen inicial normalizados.

estricta de un cuadro de margen normalizado¹⁷. El importe de margen inicial requerido se calcularía en dos pasos. En primer lugar, la tasa del margen en el cuadro facilitado se multiplicaría por el tamaño notional bruto del contrato de derivados, reiterándose este cálculo para cada contrato de derivados¹⁸. A este importe se denominará margen inicial normalizado bruto. En segundo lugar, el importe bruto del margen inicial se ajusta por la relación entre el coste de reposición neto y el coste de reposición bruto (NGR), ambos costes corrientes. Esto se expresa a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Margen inicial normalizado neto} = 0,4 * \text{Margen inicial bruto} + 0,6 * \text{NGR} * \text{Margen inicial bruto}$$

donde NGR se define como el cociente entre el nivel de coste de reposición neto y el nivel de coste de reposición bruto para las operaciones sujetas a acuerdos de neteo jurídicamente exigibles. El importe total del margen inicial requerido sobre una cartera conforme al cuadro de margen normalizado sería el importe del margen inicial normalizado neto. Sin embargo, si una entidad regulada ya estuviese utilizando un margen basado en un cuadro para satisfacer requerimientos en virtud de su régimen de capital requerido, la autoridad supervisora competente podría permitir utilizar dicho cuadro para determinar el margen inicial, siempre que fuese al menos igual de conservador.

3.7 Al igual que en el caso en el que las empresas utilizan modelos cuantitativos para calcular el margen inicial, los derivados que entrañen para una empresa un riesgo de contraparte nulo (es decir, cero) no requieren recepción de margen inicial y podrán excluirse del cálculo del margen inicial normalizado.

3.8 A los participantes del mercado de derivados no se les permitirá alternar, con la intención de escoger a discreción las condiciones de margen inicial más favorables, entre un método de cálculo de margen basado en un modelo y otro basado en un cuadro. En consecuencia, la elección entre el método de determinación del margen inicial basado en modelos y el basado en cuadros deberá guardar consistencia temporal para todas las transacciones comprendidas en la misma clase de activos bien definida y, en su caso, deberán cumplirse cualquier otro requerimiento que impusiese la autoridad supervisora de la entidad.

3.9 Al mismo tiempo, es muy posible que un participante en el mercado utilice un método de cálculo del margen inicial basado en modelos para una clase de derivados con los que habitualmente opere y otro basado en cuadros para algunos derivados con los que lo haga menos habitualmente. Una empresa no tiene por qué circunscribirse a un método basado en modelos o basado en cuadros para la totalidad de sus actividades de derivados. Antes bien, este requerimiento busca asegurarse de que los participantes en el mercado no calculan el margen basándose en modelos cuando les resulte más favorable que aplicar los requerimientos basados en cuadros, ni los calculan basándose en cuadros

¹⁷ El uso del coeficiente neto/bruto (NGR) en los requerimientos de capital bancario puede encontrarse en el Anexo IV del marco de capital de Basilea, Parte VII, párrafo 96 (iv): *Basilea II: Convergencia internacional de medidas y normas de capital: marco revisado*, www.bis.org/publ/bcbs128_es.pdf. El Comité de Basilea ha publicado recientemente el documento de consulta «The non-internal model method for capitalising counterparty credit risk exposures», que considera el uso de NGR en detalle: www.bis.org/publ/bcbs254.htm. Cualquier desarrollo de marcos alternativos para el reconocimiento de coberturas y compensaciones en el contexto del riesgo de crédito de contraparte por el Comité de Basilea se considerará en el período de seguimiento y evaluación descrito anteriormente.

¹⁸ Con sujeción a la aprobación de la correspondiente autoridad de supervisión, podrá realizarse un grado limitado de compensación a nivel de un contrato de derivados específico para calcular el importe notional que se aplica a la tasa de margen. A modo de ejemplo, un *swap* de tasas de interés de pago fijo con vencimiento a 3 años y notional de 100 podría compensarse con otro *swap* de tasas de interés de pago flotante con vencimiento a 3 años y notional de 50 para obtener un único notional de 50 al que se aplicaría la tasa de margen apropiada. Los derivados con diferentes características fundamentales como subyacente, vencimiento y demás no pueden compensarse entre sí con el fin de calcular el importe notional al que se aplica la tasa de margen normalizada.

cuando los requerimientos así resultantes les sean más favorables que los calculados basándose en modelos.

3.10 El margen inicial se recibirá al inicio de una transacción y, a continuación, de forma regular y constante ante cambios en la exposición potencial futura medida, como cuando se incorporan o eliminan operaciones de la cartera. Para mitigar la prociclicidad, se disuadirá de cursar peticiones discretas voluminosas de margen inicial (adicional) debidas a factores inductores de «efectos acantilado».

3.11 La acumulación de margen inicial adicional será gradual para que pueda gestionarse su evolución. Por otra parte, los niveles de margen serán suficientemente conservadores, incluso en periodos de baja volatilidad del mercado, para evitar la prociclicidad. El requerimiento específico de que el margen inicial se establezca teniendo en cuenta un periodo que incluya tensiones busca limitar los cambios procíclicos en la cuantía del margen inicial requerido.

3.12 Las partes de los contratos de derivados deberán contar, antes de iniciar una transacción, con procedimientos rigurosos y robustos para dirimir diferencias con su contraparte. En particular, el importe de margen inicial que una parte recibirá de la otra será el resultado de un cálculo realizado conforme a un modelo autorizado o bien según el cuadro normalizado. Para reducir eventuales diferencias, el método y los parámetros específicos que cada parte empleará para calcular el margen inicial deberán ser acordados y registrados al inicio de la transacción. Por otra parte, las partes pueden estipular, de común acuerdo y con la debida autorización reguladora, un único modelo para los fines de dichos cálculos del margen. En caso de suscitarse diferencias en materia de márgenes, ambas partes deberán hacer todos los esfuerzos necesarios y adecuados, incluyendo la pronta incoación de protocolos de resolución de conflictos, para dirimirlas e intercambiar en tiempo oportuno el importe requerido de margen inicial.

Requerimiento 3 – Margen de variación

3.13 En el caso del margen de variación, deberá intercambiarse el importe total necesario para cubrir íntegramente con garantías reales la exposición a valor de mercado de los derivados compensados de forma no centralizada.

3.14 Al objeto de reducir perturbaciones negativas de liquidez y mitigar eficazmente el riesgo de crédito de contraparte, el margen de variación sobre derivados compensados de forma no centralizada se calculará e intercambiará con la suficiente frecuencia (por ejemplo, diariamente) con arreglo a un único acuerdo de neteo legalmente exigible.

3.15 La valoración de la exposición actual de un derivado puede ser compleja y, en ocasiones, suscitar dudas o controversias por una o ambas partes. En el caso de los derivados compensados de forma no centralizada, es probable que estos instrumentos sean relativamente ilíquidos. La falta de transparencia de precios asociada complica aún más el proceso de acordar el valor de las exposiciones actuales a efectos del margen de variación. En consecuencia, las partes de los contratos de derivados deberán contar, antes de iniciar una transacción, con procedimientos rigurosos y robustos para dirimir diferencias con su contraparte. En caso de suscitarse diferencias en materia de márgenes, ambas partes harán todos los esfuerzos necesarios y adecuados, incluyendo la pronta incoación de protocolos de resolución de conflictos, para dirimirlas e intercambiar en tiempo oportuno el importe requerido de margen de variación.

Comentario

3(i) La existencia de ambos métodos de determinación del margen inicial, uno basado en modelos y otro en cuadros, permite a los usuarios de derivados optar por uno u otro. Los participantes del mercado de derivados deberían poder elegir, al calcular los importes de margen inicial, entre un modelo cuantitativo más sensible al riesgo pero potencialmente menos transparente y un cuadro de margen

inicial menos sensible al riesgo pero más transparente. Al mismo tiempo, no se les deberá permitir alternar, con la intención de escoger a discreción las condiciones de margen inicial más favorables, entre un método de cálculo del margen basado en un modelo y otro basado en un cuadro. En consecuencia, la elección entre uno u otro método de cálculo del margen, con base en modelos o en cuadros, deberá guardar consistencia temporal.

3(ii) Los acuerdos de neteo por los que efectivamente se rijan los participantes del mercado deberán tener eficacia jurídica con arreglo a la legislación de las jurisdicciones competentes y estar respaldados por dictámenes jurídicos actualizados periódicamente. Las autoridades supervisoras y los correspondientes participantes en los mercados deberán examinar la mejor manera de cumplir esos requerimientos en la práctica.

3(iii) El BCBS y la OICV-IOSCO también reconocen que los supervisores nacionales podrían desear alterar los requerimientos de margen para lograr resultados macroprudenciales, como limitar la acumulación de apalancamiento y la expansión de balances. Una vía para ello sería que la autoridad competente impusiese un «complemento» macroprudencial o «reserva» que se sumaría a los niveles de márgenes básicos (o mínimos). Aunque no se ha llegado a ninguna conclusión sobre el particular, el BCBS y la OICV-IOSCO siguen examinando los problemas de coordinación que podrían suscitarse al respecto.

3(iv) Como se mencionó antes, las operaciones de derivados entre entidades afectadas con riesgo de contraparte nulo no requieren margen inicial y podrán excluirse del cálculo del mismo. A modo de ejemplo, considérese una opción de compra europea sobre un único valor. Supongamos que una de las partes, el vendedor de la opción (emisor), se compromete a vender a la otra, el comprador de la opción (suscriptor), un número fijo de acciones a un precio prefijado y en una fecha futura fijada, la de vencimiento del contrato, a la entera discreción del segundo. Supongamos, además, que el suscriptor de la opción hace un pago al emisor de la opción al inicio de la transacción por el que le indemniza plenamente por la posibilidad de que este tuviera que venderle las acciones al precio prefijado al vencer el contrato. En este caso, el emisor soporta un riesgo de contraparte nulo, mientras que el suscriptor se enfrenta a riesgo de contraparte. En efecto, el emisor de la opción ha recibido su valor íntegro al inicio de la transacción. En cambio, el suscriptor de la opción se enfrenta a riesgo de contraparte por cuanto cabe que el emisor no pueda o no quiera venderle al vencimiento las acciones al precio prefijado. En este caso, el emisor no estaría obligado a recibir margen inicial alguno del suscriptor y la opción de compra podría excluirse del cálculo del mismo. Puesto que el suscriptor de la opción se enfrenta a riesgo de contraparte, es este quien deberá recibir margen inicial del emisor de la opción en consonancia con los requerimientos de este documento.

Elemento 4: Garantías admisibles para márgenes

Preámbulo

4(a) Aun cuando el importe del margen recibido bastase para proteger plenamente a una empresa en caso de incumplimiento de contraparte en una operación de derivados, la empresa podría, no obstante, quedar expuesta a sufrir pérdidas si ese margen no estuviese en una forma tal que permitiese su pronta liquidación a su valor íntegro en el momento del incumplimiento, en particular en un periodo de tensión financiera.

4(b) En consecuencia, el BCBS y la OICV-IOSCO han considerado los tipos de garantías que deben considerarse admisibles para los fines de satisfacer los requerimientos de márgenes, evaluando diferentes enfoques. Un enfoque sería restringir las garantías admisibles a los activos de alta calidad más líquidos, tales como el dinero en efectivo y la deuda soberana de elevada solvencia, con el argumento de que aseguraría mejor que el valor de las garantías mantenidas como margen podría materializarse

íntegramente en momentos de tensión financiera. Otro enfoque sería permitir un conjunto más amplio de activos admisibles como garantía, que incluiría activos tales como valores representativos de una participación en capital e instrumentos de deuda empresarial líquidos, y abordar la volatilidad potencial de estos activos aplicando los oportunos descuentos a su valoración a efectos de margen. Posibles ventajas de este último enfoque serían, entre otras, (i) la reducción del impacto potencial sobre la liquidez de los requerimientos de margen al permitir a las empresas recurrir a una gama más amplia de activos para satisfacer requerimientos de margen, y (ii) una mejor alineación con las prácticas de compensación centralizada, pues las CCP con frecuencia aceptan una gama más amplia de garantías, sujetas a descuentos. Tras evaluar ambas alternativas, el BCBS y la OICV-IOSCO han optado por el segundo enfoque (mayor gama de activos admisibles como garantía).

Principio fundamental 4

Para asegurar que los activos recibidos en garantía en concepto de márgenes inicial y de variación puedan liquidarse en un plazo razonable que permita generar ingresos que protejan suficientemente a las entidades receptoras afectadas por los requerimientos frente a pérdidas resultantes de derivados compensados de forma no centralizada en caso de incumplimiento de una contraparte, los activos deberán gozar de amplia liquidez y poder mantener, tras aplicar un descuento adecuado, su valor en momentos de tensión financiera. El conjunto de garantías admisibles deberá tener en cuenta que activos que son líquidos en condiciones normales de mercado pueden perder rápidamente su liquidez en momentos de tensión financiera. Además de contar con buena liquidez, las garantías admisibles no deberán estar expuestas a un excesivo riesgo de crédito, mercado o divisa (incluido el resultante de diferencias entre la moneda del activo de garantía y la moneda de liquidación). En la medida en que el valor de la garantía esté expuesto a dichos riesgos, habrán de aplicarse descuentos que los tengan debidamente en cuenta. Más importante aún, el valor de la garantía no deberá exhibir correlación significativa con la solvencia de la contraparte ni con el valor de la cartera de derivados compensados de forma no centralizada subyacente de un modo tal que comprometa la eficacia de la protección brindada por el margen recibido («riesgo de correlación adversa»). En consecuencia, no serán aceptables como garantía valores emitidos por la contraparte o por sus entidades vinculadas. Las garantías aceptadas también deberán exhibir una razonable diversificación.

Requerimiento 4

4.1 Los supervisores nacionales desarrollarán su propia lista de activos admisibles como garantía basándose en el principio fundamental, teniendo en cuenta las condiciones de sus propios mercados. A efectos ilustrativos, los siguientes tipos de activos admisibles como garantía cumplen el principio fundamental:

- dinero en efectivo;
- valores del banco central y de emisores oficiales de alta calidad;
- bonos corporativos de alta calidad;
- bonos cubiertos de alta calidad;
- acciones incluidas en los principales índices bursátiles, y
- oro.

La relación precedente a efectos ilustrativos no deberá entenderse exhaustiva. Activos e instrumentos adicionales que satisfagan el principio fundamental servirán también como garantías admisibles. Además, según la jurisdicción ciertas formas de garantías pueden ser más abundantes o ser por lo general mayor su disponibilidad debido a normas o prácticas institucionales del mercado. Las garantías admisibles podrán estar denominadas en cualquier divisa que permita satisfacer obligaciones

de pago en relación con los derivados compensados de forma no centralizada, o bien en moneda extranjera de elevada liquidez sin perjuicio de la aplicación de los descuentos oportunos para reflejar el correspondiente riesgo de tipo de cambio.

4.2 Entre otros métodos, los descuentos adecuados podrían determinarse aplicando modelos cuantitativos internos o de terceros, o bien en función de cuadros. A continuación se examinan sucintamente ambas opciones.

4.3 Para determinar descuentos podrían emplearse, como en el caso de los modelos de margen inicial, modelos cuantitativos sensibles al riesgo, internos o de terceros, a condición de que el modelo esté autorizado por los supervisores y sujeto a los adecuados reglamentos internos. Como con los modelos de margen inicial, una contraparte en operaciones de derivados no regulada podrá utilizar un modelo cuantitativo autorizado. Además de los aspectos relativos al empleo de modelos internos examinados en el contexto del margen inicial, el BCBS y la OICV-IOSCO señalan también que las garantías admisibles pueden variar en función de la jurisdicción nacional debido a diferencias en la disponibilidad y liquidez de ciertos tipos de garantías. En consecuencia, puede ser difícil establecer un conjunto normalizado de descuentos aplicable a todos los tipos de garantías en todas las jurisdicciones que sea consistente con el principio fundamental.

4.4 Además de los descuentos basados en modelos cuantitativos, las contrapartes en operaciones de derivados también deberían poder aplicar, como en el caso del margen inicial, descuentos normalizados que proporcionen transparencia y limiten los efectos procíclicos. El BCBS y la OICV-IOSCO han establecido un cuadro normalizado de descuentos aplicables a la relación de activos antes reflejada. Los niveles de descuento, que se derivan de los descuentos supervisores estándar adoptados en el enfoque integral del Acuerdo de Basilea al marco de operaciones con garantía real, aparecen recogidos en el Anexo B¹⁹. En el caso de que el BCBS decidiera modificar estos descuentos relativos al capital regulador, el BCBS y la OICV-IOSCO previsiblemente adoptarían dichos cambios en el contexto de los requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada, salvo que existiese una razón de peso para no hacerlo. No obstante, si una entidad regulada estuviese sujeta a un enfoque normalizado vigente basado en descuentos en virtud de su régimen de requerimientos de capital, la autoridad supervisora competente podrá permitir aplicar los mismos descuentos a efectos del margen inicial, siempre que fuesen al menos igual de conservadores. Si bien los descuentos cumplen una función fundamental de gestión del riesgo al asegurar que los activos pignorados en garantía serán suficientes para cubrir las necesidades de margen en momentos de tensión financiera, cuando se acepten garantías no monetarias deberán tenerse también en cuenta otros factores que moderen el riesgo. En concreto, las entidades afectadas por los requerimientos deberán asegurarse de que las garantías recibidas no están excesivamente concentradas en un mismo emisor individual, tipo de emisor o tipo de activo.

4.5 En caso de suscitarse diferencias sobre el valor de las garantías admisibles, ambas partes deberán hacer todos los esfuerzos necesarios y adecuados, incluyendo la pronta incoación de protocolos de resolución de conflictos, para dirimir las e intercambiar en tiempo oportuno cualquier margen requerido.

Comentario

4(i) Las condiciones del mercado y la disponibilidad de activos difieren entre jurisdicciones. Los supervisores nacionales desarrollarán su propia lista de garantías admisibles basándose en el principio

¹⁹ Los descuentos del Anexo B se basan en los descuentos supervisores estándar que aparecen en el párrafo 151, Parte 2, de *Basilea II: Convergencia internacional de medidas y normas de capital: marco revisado* (www.bis.org/publ/bcbs128_es.pdf).

fundamental, teniendo en cuenta las condiciones de sus propios mercados y por referencia a la relación de ejemplos de garantías admisibles reflejada en la sección del requerimiento.

4(ii) Los descuentos requeridos deben ser transparentes y fáciles de calcular a fin de facilitar los pagos entre las partes, evitar diferencias y reducir el riesgo operativo en general. Los niveles de descuento deberán basarse en el riesgo y se calibrarán adecuadamente para reflejar los riesgos subyacentes que afectan al valor de las garantías admisibles, tales como la volatilidad de los precios de mercado, la liquidez, el riesgo de crédito y la volatilidad de los tipos de cambio, tanto en condiciones del mercado normales como tensionadas. Dichos niveles de descuento deben establecerse de forma conservadora para evitar la prociclicidad. Por ejemplo, los descuentos deberán fijarse en un nivel suficientemente alto cuando la coyuntura sea favorable como para evitar la necesidad de aumentos bruscos y repentinos en momentos de tensión.

4(iii) Cabe que algunas empresas no puedan o no deseen desarrollar modelos internos de cálculo de descuentos que cumplan los requerimientos de los reguladores. También puede ser deseable facilitarles un enfoque más simple, conservador y transparente de calcular esos descuentos. El BCBS y la OICV-IOSCO han establecido un conjunto de descuentos normalizados que pueden utilizarse en lugar de los descuentos basados en modelos.

4(iv) Los descuentos basados en cuadros deben ser lo suficientemente estrictos como para incentivar a las empresas a desarrollar modelos internos. Para evitar que las empresas apliquen selectivamente tablas normalizadas cuando tal práctica resulte en un descuento menor, las empresas tendrían que adoptar consistentemente, para la totalidad de activos constituidos en garantía pertenecientes a una misma clase de activo bien definida, bien el enfoque de tablas normalizadas, bien el método de modelos internos o de terceros.

4(v) Una contraparte que hubiese constituido garantías para satisfacer requerimientos de márgenes de un contrato de derivados podría, antes del vencimiento del mismo, necesitarlas por alguna razón o para algún propósito particular. La garantía originalmente constituida podrá sustituirse o cambiarse por otra alternativa, a condición de que ambas partes estén de acuerdo en la sustitución y que la sustitución o el cambio se realicen conforme a las condiciones de su contrato. Al sustituirse, la garantía alternativa deberá cumplir todos los requerimientos antes mencionados. Además, el valor de la garantía alternativa, tras la aplicación de descuentos, deberá bastar para cumplir el requerimiento de margen.

Elemento 5: Tratamiento del margen inicial aportado

Preámbulo

5(a) La capacidad jurídica en la que se mantiene o intercambia el margen inicial puede afectar significativamente a la eficacia de la protección que este presta a una empresa frente a pérdidas en caso de incumplimiento de contraparte en un contrato de derivados. En particular, cuando dos partes en una operación de derivados intercambian márgenes iniciales en términos netos o combinados, puede haber poca o ninguna ganancia efectiva en la medida en que cualquiera de las empresas está protegida del incumplimiento de la otra. Aunque una empresa haya recibido margen inicial en activos de garantía, también soporta ahora el riesgo de pérdida adicional en el margen inicial que ha aportado a la contraparte en caso de que esta incumpla, lo que puede anular en su totalidad o en parte las ventajas del margen inicial recibido. El riesgo se agravaría si la contraparte rehipotecase, repignorase o reutilizase el margen aportado, lo que podría resultar en que terceros obtuviesen un título legal o económico sobre el margen, o en caso de una fusión o combinación del margen con activos de terceros, como resultado de lo cual el derecho de la empresa al margen se enredaría en complicaciones legales, retrasándose o incluso denegándosele la devolución de los activos rehipotecados o reutilizados en caso de incumplimiento de la contraparte.

5(b) Con las prácticas actuales del mercado, el intercambio recíproco de margen inicial en operaciones bilaterales no es universal. En consecuencia, requerir la segregación u otra protección de los activos constituidos en margen inicial puede generar, en comparación con las prácticas actuales, costes relativos y demandas de liquidez adicionales importantes, ya que las empresas (i) tendrían que desviar significativamente más activos líquidos para aportar margen inicial a las contrapartes en términos brutos, en lugar de netos, y (ii) perderían la capacidad ilimitada para utilizar el margen inicial recibido como fuente de financiación, para rehipoteca, repignoración o reutilización, o para otros fines discrecionales.

5(c) Habida cuenta de la posibilidad de que el tratamiento neto del margen aportado socave las ventajas generales de los requerimientos de margen, hubo amplio consenso en el BCBS y la OICV-IOSCO sobre la necesidad de que los requerimientos aborden estos riesgos, exigiéndose el intercambio bruto y la segregación u otras medidas de protección efectiva del margen inicial aportado a fin de preservar su capacidad para compensar plenamente el riesgo de pérdida en caso de incumplimiento de contraparte en una operación de derivados.

Principio fundamental 5

Puesto que el intercambio de márgenes iniciales en términos netos puede ser insuficiente para proteger a dos participantes en el mercado con grandes exposiciones recíprocas brutas en derivados en caso de incumplimiento de uno de ellos, deberán intercambiarse entre sí el margen inicial bruto. El margen inicial recibido se mantendrá de forma tal que se garantice que (i) la parte receptora podrá disponer del mismo de forma inmediata en caso de incumplimiento de la contraparte, y que (ii) las garantías recibidas estarán sujetas a acuerdos que, en caso de quiebra de la parte receptora, protejan a la parte aportante en la medida más amplia permitida por la ley en la jurisdicción aplicable. Se alienta a las jurisdicciones a revisar sus correspondientes normativas para asegurarse de que las garantías estén suficientemente protegidas en caso de quiebra.

Requerimiento 5

5.1 El margen inicial deberá intercambiarse en términos brutos y mantenerse de manera consistente con el principio fundamental precedente.

Comentario

5(i) Existen numerosas maneras de proteger el margen aportado, comportando cada cual sus riesgos. Por ejemplo, suele considerarse que recurrir a depositarios terceros brinda la mejor protección, aunque ha habido casos en los que el acceso a los activos mantenidos por estos ha sido limitado o ha resultado difícil en la práctica. El nivel de protección también dependería del ordenamiento jurídico local en materia concursal, y diferiría entre jurisdicciones.

5(ii) Los acuerdos de garantía celebrados deberán tener eficacia jurídica con arreglo a la legislación pertinente y estar respaldados por dictámenes jurídicos actualizados periódicamente.

5(iii) Los activos de garantía en forma de dinero en efectivo o en forma no monetaria recibidos en concepto de margen de variación podrán rehipotecarse, repignorarse o reutilizarse.

5(iv) Salvo que se rehipotecasen, repignorasen o reutilizasen de conformidad con el párrafo 5(v) siguiente, los activos de garantía en forma de dinero en efectivo o no monetaria recibidos en concepto de margen inicial no deberían rehipotecarse, repignorarse o reutilizarse. Una jurisdicción puede permitir al receptor del margen inicial (el «receptor del margen inicial») rehipotecar, repignorar o reutilizar cierto margen inicial recibido de un cliente (el «cliente»), a condición de que se acaten plenamente las estrictas condiciones impuestas en 5(v) y de que la jurisdicción determine que se aplican controles adecuados para asegurar que dicho uso de las garantías únicamente permitiría rehipotecar, repignorar o reutilizar

estas una única vez en el sistema financiero global; es decir, que una vez que los activos del margen inicial se hubiesen rehipotecado, repignorado o reutilizado a favor de un tercero (el «tercero») conforme a 5(v), dichos activos no podrán volverse a rehipotecar, repignorar o reutilizar por dicho tercero. Por otra parte, los activos recibidos en garantía deberán mantenerse segregados de aquellos cuya titularidad ostente el receptor del margen inicial. Además, este deberá ofrecer al cliente la posibilidad de separar las garantías que el cliente le hubiese aportado de los activos de todos sus demás clientes y contrapartes (es decir, segregación individual).

5(v) Los activos de garantía en forma de dinero en efectivo o en forma no monetaria recibidos de un cliente en concepto de margen inicial podrán rehipotecarse, repignorarse o reutilizarse (en lo sucesivo, «rehipotecarse») a favor de un tercero únicamente con fines de cobertura de la posición en derivados del receptor del margen inicial resultante de transacciones con clientes para los que se recibió margen inicial y deberán sujetarse a condiciones que protejan los derechos de los clientes sobre la garantía, en la medida más amplia permitida por la ley en la jurisdicción nacional aplicable. En este contexto, por clientes se entenderá entidades no financieras y empresas financieras tan solo «compradoras», excluyéndose entidades que operan como creadoras habituales de un mercado de derivados, cotizan regularmente precios compradores y vendedores sobre contratos de derivados y responden regularmente a solicitudes de ofertas de precios compradores o vendedores sobre los mismos. En cualquier caso, la garantía del cliente podrá rehipotecarse únicamente si se cumplen las condiciones descritas a continuación:

1. El cliente, en el marco de su acuerdo contractual con el receptor del margen inicial, y después de que este le exprese (i) su derecho a no permitir la rehipoteca y (ii) los riesgos asociados al ejercicio del derecho del cliente sobre las garantías rehipotecadas en caso de insolvencia del receptor del margen inicial o del tercero, otorga por escrito su consentimiento expreso a la rehipoteca de su garantía. Además, el receptor del margen inicial debe ofrecer al cliente la opción de segregar de forma individual las garantías que aporte.
2. El receptor del margen inicial está sujeto a la regulación del riesgo de liquidez.
3. Las garantías recibidas del cliente en concepto de margen inicial se tratan como un activo del cliente y se mantienen separadas de los activos cuya titularidad ostente el receptor del margen inicial hasta su rehipoteca. Una vez rehipotecadas dichas garantías, el tercero deberá tratar el activo de garantía como un activo del cliente y lo segregará de los activos de su propia titularidad. Los activos reintegrados al receptor del margen inicial tras la rehipoteca también deberán tratarse como activos del cliente y segregarse de aquellos cuya titularidad ostente el receptor del margen inicial.
4. Los activos de garantía de los clientes que consintieran en la rehipoteca de sus garantías deberán mantenerse separados de los de aquellos clientes que no hubieran otorgado tal consentimiento.
5. Cuando el margen inicial se haya segregado individualmente, la garantía únicamente podrá rehipotecarse para cubrir la posición en derivados del receptor del margen inicial resultante de transacciones con el cliente en relación con el cual se aportó dicha garantía.
6. Cuando el margen inicial se haya segregado individualmente y posteriormente se rehipotecase, el receptor del margen inicial exigirá al tercero que segregue de forma similar dicha garantía de los activos de sus otros clientes, de sus contrapartes y de los activos de su propia titularidad.
7. Se cubre al cliente frente al riesgo de pérdida del margen inicial en los casos en que el receptor del margen inicial o el tercero, o bien ambos, devengan insolventes.
8. Cuando el receptor del margen inicial rehipoteque este, el acuerdo con el receptor de la garantía (es decir, el tercero) debe prohibir al tercero volver a rehipotecarla.

9. Cuando se rehipoteque la garantía, el receptor del margen inicial deberá notificar este hecho al cliente. A solicitud del cliente y cuando este haya optado por la segregación individual, el receptor del margen inicial deberá notificarle el importe de la garantía en efectivo y el valor de la garantía no monetaria que hayan sido rehipotecadas.
 10. Los activos de garantía únicamente podrán rehipotecarse a favor de, y mantenerse por, una entidad regulada en una jurisdicción que cumpla todas las condiciones específicas que figuran en esta sección y en la que estas puedan ser exigibles por el receptor del margen inicial.
 11. El cliente y el tercero pueden no formar parte del mismo grupo.
 12. El receptor del margen inicial y el tercero deberán mantener registros adecuados para demostrar que se han cumplido todas las condiciones precedentes.
- 5(vi) El nivel y el volumen de la rehipoteca deberá comunicarse a las autoridades de forma que estas puedan vigilar cualquier riesgo resultante.
- 5(vii) Además, el grupo de seguimiento examinará en qué medida se rehipotecan los activos constituidos en margen inicial, qué entidades deciden rehipotecarlos, cuáles de ellas han sido autorizadas a hacerlo, de qué modo las jurisdicciones y los participantes del mercado están implementando las condiciones precedentes y protegiendo los activos rehipotecados, cómo opera la rehipoteca en la práctica y si las condiciones referidas han creado condiciones competitivas equitativas o no, así como de qué manera puede mejorarse la información sobre rehipotecas para formular recomendaciones al BCBS y la OICV-IOSCO sobre si en estas condiciones debe seguir permitiéndose la rehipoteca de garantías, permitirla únicamente para un subconjunto de productos derivados compensados de forma no centralizada, prohibirla totalmente o modificar de cualquier otro modo las condiciones. Por último, el grupo de seguimiento examinará la definición de cliente y considerará si debe revisarse o si deben añadirse nuevas condiciones.

Elemento 6: Tratamiento de las operaciones con asociadas

Preámbulo

6(a) Aunque los usos y prácticas del mercado varían al respecto, el intercambio entre partes asociadas de márgenes iniciales o de variación en una transacción de derivados compensada de forma no centralizada no es habitual. En consecuencia, someter tales transacciones a requerimientos de margen inicial probablemente impondría exigencias de liquidez adicionales a las empresas que las realizan. Además, los ordenamientos jurídicos en los que se regulan dichas operaciones difieren considerablemente entre jurisdicciones. Los marcos legales y reglamentarios específicos por los que se rigen las operaciones de derivados entre asociadas dependen en gran medida de características específicas de las jurisdicciones afectadas. Por ejemplo, algunas jurisdicciones requieren que las transacciones entre asociadas estén sujetas a una gestión de riesgos centralizada, mientras que otras obligan a las asociadas a realizarlas en condiciones de imparcialidad. Tales transacciones no se prestan necesariamente a armonización, ya que los diferentes sistemas jurídicos responden a factores idiosincrásicos de cada jurisdicción y de su marco normativo.

Principio fundamental 6

Las transacciones entre una empresa y sus asociadas estarán sujetas a la regulación pertinente en consonancia con el marco legal y reglamentario de cada jurisdicción.

Requerimiento 6

6.1 Los supervisores locales deben revisar sus propios marcos normativos y las condiciones del mercado, y establecer los correspondientes requerimientos de márgenes inicial y de variación.

Elemento 7: Interacción de los regímenes nacionales en las operaciones transfronterizas

Preámbulo

7(a) La estructura actual de los mercados de derivados compensados de forma no centralizada tiene un alcance mundial. Los principales actores del mercado de derivados suelen participar en esta actividad a través de diversas personas jurídicas en las distintas jurisdicciones nacionales y con frecuencia operan con contrapartes a escala transfronteriza. Dado el carácter mundial de estos mercados, según se indicaba en la sinopsis inicial, la eficacia de los requerimientos de márgenes podría resultar comprometida si estos no guardasen coherencia a nivel internacional.

7(b) En consecuencia, el BCBS y la OICV-IOSCO han considerado, como parte del marco de requerimientos de márgenes, enfoques específicos para garantizar que la implementación de dichos requerimientos a nivel de jurisdicción nacional es adecuadamente interactiva; es decir, que la norma de cada jurisdicción nacional es complementaria territorialmente, de forma que (i) se limitan las oportunidades de arbitraje regulador, (ii) se preservan condiciones competitivas equitativas, (iii) los requerimientos de márgenes no plantean duplicidad o contradicción en su aplicación a una misma transacción o actividad y (iv) existe certeza sustancial sobre cuál es la jurisdicción nacional cuyas normas se aplican. Cuando una transacción está sujeta a dos conjuntos de normas (duplicidad de requerimientos), los reguladores de origen y de acogida deben esforzarse por (1) armonizar las normas en la medida de lo posible o (2) aplicar un único *corpus* normativo mediante el reconocimiento de la equivalencia y comparabilidad de sus respectivas normas.

Principio fundamental 7

Los regímenes reguladores deben interactuar de forma que los requerimientos de márgenes para derivados compensados de forma no centralizada guarden suficiente coherencia y se eviten duplicidades entre jurisdicciones.

Requerimiento 7

7.1 Los requerimientos de márgenes vigentes en una jurisdicción pueden aplicarse a las personas jurídicas establecidas en dicha jurisdicción, lo que incluiría las filiales en ella establecidas de entidades extranjeras, en relación con los márgenes inicial y de variación que reciban. Los supervisores del país de origen podrán permitir a una entidad afectada cumplir los requerimientos de márgenes del régimen pertinente del país de acogida en relación con sus actividades de derivados, a condición de que dicho supervisor considere que ese régimen de márgenes es consistente con los requerimientos de márgenes descritos en este marco. Una sucursal es parte de la misma entidad jurídica que la sede central, pudiendo regirse por los requerimientos de márgenes de la jurisdicción donde está establecida la sede o bien por los del país de acogida.

Comentario

7(i) Se recomienda que los supervisores del país de origen y de acogida cooperen estrechamente para identificar conflictos e inconsistencias entre regímenes en relación con la aplicación transfronteriza de los requerimientos de márgenes. Asimismo se recomienda que las autoridades coordinen sus planteamientos a través de canales bilaterales o multilaterales a fin de reducir esos problemas en la medida posible.

7(ii) Aparte de los requerimientos de márgenes, otros aspectos de la regulación de los derivados OTC tienen igualmente implicaciones transfronterizas. Conforme evolucionen los planteamientos sobre estas cuestiones, el BCBS y la OICV-IOSCO pueden considerar modificaciones a los requerimientos antes expuestos al objeto de asegurar la coherencia en el tratamiento de las transacciones transfronterizas en todos los aspectos de la regulación de los derivados OTC.

Elemento 8: Introducción gradual de los requerimientos

Preámbulo

8(a) Los requerimientos de márgenes sobre derivados compensados de forma no centralizada representarán un cambio de políticas significativo para la mayoría de los participantes del mercado. Los requerimientos de margen inicial, en particular, no se aplican actualmente a numerosas transacciones de muchos de ellos. Estos requerimientos exigirán mejoras operativas importantes y también una cantidad significativa de garantías para las que se necesitará planificación de liquidez. Si bien los cambios que serán necesarios como consecuencia de los requerimientos de márgenes universales son importantes para limitar los riesgos sistémicos, estos cambios deben gestionarse de manera eficaz para permitir una transición adecuada y no crear costes de transición indebidamente elevados. Por otra parte, los beneficios derivados de gestionar la transición a los nuevos requerimientos deben contraponerse a los riesgos sistémicos que queden sin mitigar durante cualquier periodo de transición.

8(b) Además, los requerimientos podrían imponer algunos costes operativos innecesarios a entidades más pequeñas que no representan un riesgo sistémico significativo para el sistema y que previsiblemente no se verán afectadas por los requerimientos de margen inicial, en particular a la luz del umbral fijado en 50 millones de euros.

8(c) Además, estos requerimientos son nuevos e interactúan con un gran número de iniciativas normativas existentes que, con el tiempo, deberán revisarse y armonizarse según corresponda. En consecuencia, es importante que la idoneidad, la eficacia y la relación de estos requerimientos con otros relacionados sean objeto de seguimiento y evaluación continuos.

Principio fundamental 8

Los requerimientos descritos en este documento deben introducirse gradualmente de forma que las reducciones de riesgos sistémicos y las ventajas de los incentivos se contrapongan adecuadamente a los costes de liquidez, operativos y de transición que conlleva su implementación. Además, los requerimientos deberán revisarse periódicamente para evaluar su eficacia, fiabilidad y relación con otras iniciativas de regulación relacionadas, así como para asegurar la armonización entre jurisdicciones.

Requerimiento 8

8.1 El requerimiento de intercambiar márgenes de variación se hará efectivo el 1 de diciembre de 2015. El requerimiento de intercambiar margen de variación entre entidades afectadas se aplica

únicamente a los nuevos contratos celebrados después del 1 de diciembre de 2015. El intercambio de márgenes de variación en otros contratos está sujeto a acuerdo bilateral.

8.2 El requisito de intercambio recíproco de márgenes iniciales con un umbral de hasta 50 millones de euros se organizará según se describe a continuación.

8.3 Entre el 1 de diciembre de 2015 y el 30 de noviembre de 2016, cualquier entidad afectada perteneciente a un grupo cuyo importe notional agregado promedio de derivados compensados de forma no centralizada a fin de los meses de junio, julio y agosto de 2015 supere los 3 billones de euros estará sujeta a los requerimientos cuando realice transacciones con otra entidad afectada (siempre que también cumpla esa condición).

8.4 Entre el 1 de diciembre de 2016 y el 30 de noviembre de 2017, cualquier entidad afectada perteneciente a un grupo cuyo importe notional agregado promedio de derivados compensados de forma no centralizada a fin de los meses de junio, julio y agosto de 2016 supere los 2,25 billones de euros estará sujeta a los requerimientos cuando realice transacciones con otra entidad afectada (siempre que también cumpla esa condición).

8.5 Entre el 1 de diciembre de 2017 y el 30 de noviembre de 2018, cualquier entidad afectada perteneciente a un grupo cuyo importe notional agregado promedio de derivados compensados de forma no centralizada a fin de los meses de junio, julio y agosto de 2017 supere los 1,5 billones de euros estará sujeta a los requerimientos cuando realice transacciones con otra entidad afectada (siempre que también cumpla esa condición).

8.6 Entre el 1 de diciembre de 2018 y el 30 de noviembre de 2019, cualquier entidad afectada perteneciente a un grupo cuyo importe notional agregado promedio de derivados compensados de forma no centralizada a fin de los meses de junio, julio y agosto de 2017 supere los 0,75 billones de euros estará sujeta a los requerimientos cuando realice transacciones con otra entidad afectada (siempre que también cumpla esa condición).

8.7 De forma permanente (es decir, a partir del 1 de diciembre de 2019), cualquier entidad afectada perteneciente a un grupo cuyo importe notional agregado promedio de derivados compensados de forma no centralizada a fin de los meses de junio, julio y agosto del año supere los 8 000 millones de euros estará sujeta a los requerimientos descritos en este documento durante el periodo de un año comprendido entre el 1 de diciembre de ese año y el 30 de noviembre del año siguiente cuando realice transacciones con otra entidad afectada (siempre que también cumpla esa condición). Cualquier entidad afectada perteneciente a un grupo cuyo importe notional agregado promedio de derivados compensados de forma no centralizada a fin de los meses de junio, julio y agosto del año sea inferior a los 8 000 millones de euros no estará sujeta a los requerimientos descritos en este documento.

8.8 A los efectos de calcular el importe notional agregado promedio a fin de mes del grupo para determinar si una entidad afectada estará sujeta a los requerimientos de margen inicial descritos en este documento se incluirá la totalidad de derivados compensados de forma no centralizada del grupo, incluidos *forwards* y *swaps* de divisas con liquidación física.

8.9 Los requerimientos de margen inicial se aplicarán a todos los nuevos contratos celebrados durante los periodos descritos anteriormente. No se requiere aplicar los requerimientos de margen inicial a los contratos de derivados ya celebrados²⁰.

²⁰ Las modificaciones genuinas de contratos de derivados vigentes no se consideran un nuevo contrato de derivados. Cualquier modificación que pretenda ampliar un contrato de derivados vigente con el fin de evitar los requerimientos de márgenes será considerado un nuevo contrato de derivados.

8.10 Los reguladores de todo el mundo colaborarán para asegurarse de que existe suficiente transparencia sobre qué entidades están o no sujetas a los requerimientos de margen inicial durante el periodo de introducción gradual.

Anexo A

Cuadro de margen inicial normalizado

| Clase de activo | Requerimiento de margen inicial (en % de la exposición notional) |
|---|---|
| Valores de deuda: duración comprendida entre 0 y 2 años | 2 |
| Valores de deuda: duración comprendida entre 2 y 5 años | 5 |
| Valores de deuda: duración superior a 5 años | 10 |
| Materias primas | 15 |
| Acciones | 15 |
| Divisas | 6 |
| Tipos de interés: duración comprendida entre 0 y 2 años | 1 |
| Tipos de interés: duración comprendida entre 2 y 5 años | 2 |
| Tipos de interés: duración superior a 5 años | 4 |
| Otros | 15 |

Anexo B

Cuadro de descuentos normalizados

| Clase de activo | Descuento (en % de valor de mercado) |
|---|---|
| Efectivo en la misma moneda | 0 |
| Valores del banco central y de emisores oficiales de alta calidad: vencimiento residual inferior a un año | 0,5 |
| Valores del banco central y de emisores oficiales de alta calidad: vencimiento residual entre 1 y 5 años | 2 |
| Valores del banco central y de emisores oficiales de alta calidad: vencimiento residual superior a 5 años | 4 |
| Bonos corporativos/cubiertos de alta calidad: vencimiento residual inferior a un año | 1 |
| Bonos corporativos/cubiertos de alta calidad: vencimiento residual entre 1 y 5 años | 4 |
| Bonos corporativos/cubiertos de alta calidad: vencimiento residual superior a 5 años | 8 |
| Acciones incluidas en los principales índices bursátiles | 15 |
| Oro | 15 |
| Descuento adicional (aditivo) sobre activos para los que la moneda de la obligación contractual del derivado difiere de la del activo de garantía | 8 |