

ISAS, OSAS, GOSAS Y OTRAS COSAS...

Enrique Castellanos, MFIA, FRM

Para entender completamente los mecanismos de gestión del riesgo que tiene una Entidad de Contrapartida Central (ECC) que detallaré en un artículo posterior, primero hay que entender una serie de conceptos básicos.

Segmentos de una ECC

Las ECC están divididas en diferentes compartimentos estancos donde existen el principio de “Cross Default” y de “No Contaminación” entre segmentos. Por ejemplo, en BME Clearing tenemos los siguientes segmentos: Renta Variable, Renta Fija, Derivados Financieros, Energía, Swaps y FX Rolling). Los miembros de BME Clearing pueden acceder al segmento que quieran o a todos. En cada segmento existen unas garantías que tienen que aportar. Si un miembro hace default, se le cierran las cuentas en todos los segmentos (Cross Default). En el caso de que un miembro haga default en unos de los segmentos y no haya garantías suficientes para atender a las pérdidas al cerrar la posición del miembro quebrado, los miembros del mismo segmento se verán afectados en sus garantías colectivas, pero el resto de miembros de los otros segmentos no (principio de no contaminación).

Participantes

- **Los Miembros Compensadores Individuales** actúan en la ECC, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus Clientes. Podrán mantener y gestionar en el Registro de Operaciones todos los tipos de Cuentas y podrán comunicar para Registro y realizar y aceptar el Traspaso de Transacciones, actuando por cuenta propia o por cuenta de sus Clientes, y responderán frente a la ECC del cumplimiento de todas las obligaciones inherentes a las Posiciones registradas en sus Cuentas y las de sus Clientes. Cuando actúen por cuenta de Clientes les transmitirán el efectivo o los valores que la ECC haya puesto a su disposición en relación con las transacciones registradas en las Cuentas de los Clientes.
- **Los Miembros Compensadores Generales** actúan en la ECC, tanto por cuenta propia como por cuenta de sus Clientes, Miembros No Compensadores y Miembros No Compensadores Ordinarios. Al igual que los Miembros compensadores individuales, podrán mantener y gestionar en el Registro de Operaciones todos los tipos de Cuentas y podrán comunicar para Registro y realizar y aceptar el Traspaso de Transacciones, actuando por cuenta propia o por cuenta de sus Clientes, y responderán frente a la ECC del cumplimiento de todas las obligaciones inherentes a las Posiciones registradas en sus Cuentas y las de sus Clientes.
- **Los Miembros No Compensadores** actúan en la ECC, desempeñando sus funciones y ejerciendo los derechos y obligaciones que le corresponden frente a la ECC, que será su Contrapartida Central, a través de los Miembros Compensadores Generales, que actúan en nombre y por cuenta de los primeros. El Miembro No Compensador deberá celebrar un contrato con uno o, como máximo, con dos Miembros Compensadores Generales, y responderá ante cada uno de ellos, separadamente.

Modelos de liquidación

- **Modelo Principal to Principal.**- El cliente deposita las garantías en el Miembro compensador. El miembro compensador deposita garantías en la ECC por el neto de sus clientes, por tanto, el riesgo de contrapartida del cliente está en el miembro compensador.
- **Modelo Agency.**- El Cliente deposita las garantías en el miembro compensador y este a su vez las deposita en la ECC. Como las garantías del cliente están depositadas en la ECC, la contrapartida del cliente es la propia ECC.

No es mejor uno que otro, normalmente conviven los dos. El modelo agencia es el más seguro y aconsejable para participantes del mercado como particulares y determinados fondos de inversión. El modelo principal es el usado por participantes que acceden al mercado a través de “prime brokers” que les dan acceso a todos los mercados, les compensan riesgos e incluso financian sus posiciones. Por ejemplo, supongamos un fondo que tiene comprados Futuros de IBEX en MEFF y vendidos futuros del DAX en EUREX, de tal manera que está completamente neutral, sin riesgo. Si estuviera en modelo agente, le pedirían las garantías de los futuros de MEFF y las Garantías de los futuros en EUREX. Por otro lado, si estuviera en el modelo principal su miembro compensador podría no pedirle garantías porque no le está aportando riesgo. En el primer caso, en caso de quiebra del miembro compensador el fondo no se vería afectado porque sus garantías están directamente en las ECC (BME Clearing y Eurex Clearing). En el segundo caso, si quiebra el miembro compensador, el fondo tendría que ver cómo afecta a su situación.

Clearing Directo e Indirecto

Se refiere a si se accede directamente a la ECC o no. El cliente de un miembro compensador (ya sea persona física o jurídica) accede a clearing directo, mientras que el cliente de un miembro compensador accede al clearing indirecto. Este es un concepto que se ha incluido recientemente en la regulación para posibilitar el acceso a la ECC a cualquiera.

Tipos de cuenta

Dentro de cada cuenta existen 3 cuentas: Posición (donde se lleva el registro contable), Garantías y Colateral. Los tipos de cuentas son:

- **Propia:** Estructura que incorpora las posiciones, garantías y colateral propios del Miembro Compensador o No Compensador.
- **ISA (Individual Segregated Account):** Estructura que incorpora las posiciones, garantías y colateral de un único cliente individual. Dicha estructura, a su vez, puede ser “Agency” donde el titular de la estructura es el cliente o bien “Principal to Principal” donde el titular de la estructura es el Miembro.
- **OSA (Omnibus Segregated Account):** Estructura que incorpora las posiciones, garantías y colateral de un conjunto de clientes directos. Cuando en una estructura haya varias cuentas de posición, la cuenta de garantías de esa estructura será única para todas ellas y el cálculo

Abril 2020

de garantías se hará por el neto de la posición de todas ellas. La cuenta de Colateral estará asociada a la cuenta de garantías. La estructura OSA, se podrá usar para Clearing Indirecto, llamándose entonces OSA de Clearing Indirecto, para los clientes indirectos de los clientes directos de los Miembros que así lo soliciten.

- **GOSA:** Esta Estructura es para Clearing Indirecto. En concepto es lo mismo que una OSA para Clientes Indirectos pero refleja separadamente las posiciones y garantías exigidas a cada Cliente Indirecto que forma parte de la cuenta. La garantía exigida a la estructura es la suma de la garantía calculada en todas las cuentas de garantías que componen la cuenta GOSA. Por último, el colateral de estos clientes se registra en una única cuenta de colateral.

Vamos a explicar este concepto de cuentas individuales y omnibus porque es importante.

¿Cómo funcionan las cuentas individuales o ISA? Cada cliente, por medio de su intermediario (miembro), abre una cuenta en la ECC y la cámara calcula directamente a cada cuenta las garantías a depositar por las posiciones tomadas en neto. Es decir, si en una cuenta se compran 20 contratos y se venden 10 lo que hay en dicha cuenta son 10 contratos comprados, lógico ¿no? Las garantías serán depositadas por su entidad financiera (o por su compensador) en la ECC. Todas las posiciones de los clientes están en el Registro Central de la ECC.

¿Qué son las cuentas segregadas u Omnibus? Son cuentas de registro en bruto donde se meten todas las posiciones de los clientes. Si un cliente tiene 10 contratos comprados y otro cliente tiene 10 contratos vendidos, la cuenta debe reflejar esto, no se puede netear. De manera que la cámara no conoce cuantos clientes tiene la entidad financiera ni por supuesto quiénes son. Se llama segundo escalón al Registro en Detalle que el miembro debe llevar de estos clientes. Es decir, en el Registro Central sólo se verá una cuenta de clientes sin netear, pero la ECC no sabe quiénes son, es el miembro en ese segundo escalón, el que lleva el registro en detalle de todo,

Veamos un ejemplo completo para aclarar todo esto. En el cuadro 1, podemos observar la misma operativa realizada por dos entidades financieras A y B tanto en la cuenta propia como en las de cuatro clientes. La entidad financiera A tiene para sus clientes cuentas ISA (a la izquierda) y La entidad financiera B tiene para sus clientes una cuenta OSA (a la derecha). La operativa es muy sencilla, cada cliente ha comprado o vendido una determinada cantidad de contratos y la cuenta propia de la entidad ha comprado 10. Las garantías son 9.000 euros por contrato.

Por lo tanto, en el esquema de las cuentas ISA, cada uno pone lo suyo, que en total suma unas garantías de 540.000 euros, que son depositados en la ECC quien a su vez lo invertirá en repos. Está claro que en este caso que la contrapartida de cada cliente es la propia ECC. Si la Entidad Financiera A quebrase, el dinero de los clientes ya está en la cámara y tan sólo habría que trasladarlos a otra entidad financiera, a ellos no les afectaría la quiebra en absoluto.

En el esquema de la cuenta OSA, en la cuenta se mantiene en bruto la posición que tienen los clientes: 20 contratos comprados y 30 vendidos. En el segundo escalón debe tener la cuenta individual de cada cliente. Sin embargo, la ECC sólo pide garantías por el neto de la cuenta segregada, que son 10 contratos y por los otros 10 contratos que están en la cuenta propia. En total 180.000 euros que son, igual que en el caso anterior, invertidos a repo por parte de la ECC.

Entre otras ventajas que tiene la cuenta OSA es que el ahorro de garantías es abrumador, de 540.000 a 180.000 euros (esta es precisamente la razón de que se utilicen estas cuentas). La cuestión es que en el esquema de la cuenta OSA, la contrapartida de cada cliente es la entidad financiera B. La entidad Financiera B está obligada a pedir las garantías a sus clientes, y aunque no tenga que depositar el total en la ECC, el sobrante debe estar invertido en “activos de elevada liquidez, bajo riesgo y rendimiento cierto”. Vamos, casi la definición de repo. ¿Qué pasa si la entidad financiera B quiebra? El juez que se encargue de la liquidación entenderá que esos 360.000 euros que hay invertidos a repos más otros 90.000 euros que están en la cámara también invertidos en repos, no son de la entidad financiera B, sino de los clientes y por lo tanto no entrará en la masa concursal.

Cuadro 1: Esquema cuenta ISA y OSA. Fuente: Elaboración propia.

