

## Recuadro 1

# Cambios en los mecanismos de mitigación de riesgos con la fusión de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia (CRCC) y la Cámara de Compensación y Liquidación de Divisas de Colombia (CCDC)

De acuerdo con la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia S. A. (CRCC), los operadores del mercado de divisas manifestaron la conveniencia para el mercado de explorar mecanismos que permitieran la interposición de una cámara de riesgo central de contraparte en las operaciones de contado de divisas, de tal forma que se pudieran eliminar los cupos bilaterales en los sistemas de negociación, y así lograr incrementar la transparencia, liquidez y permitir un mayor crecimiento del mercado. El 30 de junio de 2020 la CRCC y la Cámara de Compensación de Divisas de Colombia S.A. (CCDC) dieron aviso de la fusión por absorción a la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). El 27 de octubre de 2020 la SFC, mediante la Resolución 0939, no objetó la fusión por absorción entre la CRCC, como entidad absorbente, y la CCDC, como entidad absorbida. El 14 de diciembre de 2020 la fusión se perfeccionó y la compensación y liquidación del mercado de contado de divisas empezó a realizarse por intermedio de la CRCC<sup>1</sup>. Sin embargo, las operaciones no contaron temporalmente con la interposición de la CRCC sino hasta el 1 de febrero de 2021.

1 La JDBR, mediante la Resolución Externa 27, del 27 de noviembre de 2020, autorizó a las cámaras de riesgo central de contraparte a las que se refiere la Resolución Externa 12 de 2008 de la JDBR para administrar los sistemas de compensación y liquidación de divisas entre el 27 de noviembre 2020 hasta el 30 de abril de 2021.

Debido a que con la fusión se cambia el tipo de infraestructura financiera que gestionará los procesos de compensación y liquidación, en este recuadro se ilustran los cambios introducidos en relación con los mecanismos de mitigación de riesgos, teniendo en cuenta que estas actividades dejarán de ser efectuadas por un sistema de compensación y liquidación de divisas y, a cambio, serán realizadas por una cámara de riesgo central de contraparte.

Teniendo en cuenta que el Banco de la República es la autoridad cambiaria en el país y, por ende, a su Junta Directiva le corresponde dictar las normas relacionados con el mercado cambiario, este recuadro se centra en los cambios que fueron exigidos por parte del Banco de la República (Banrep) a la CRCC con el fin de autorizar la compensación y liquidación de las operaciones del mercado de contado peso/dólar a través de esta.

### 1. Antecedentes

De acuerdo con la Ley 964 de 2005, conocida como Ley de Valores, el Banrep debe regular los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre divisas y a sus operadores. Estos sistemas son entidades vigiladas por la SFC y hasta el 14 de diciembre de 2020 el único autorizado bajo esta licencia era la CCDC. Con la fusión corporativa de las cámaras, este sistema dejó de existir.

Mediante la Resolución Externa 4 de 2006 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) regula estos sistemas, los autoriza para compensar y liquidar operaciones de compra y venta de divisas, los faculta como intermediarios de mercado cambiario (IMC) para celebrar operaciones de compra y venta de divisas (contado o derivados) con los proveedores de liquidez (PL) para el adecuado cumplimiento de su función y dispone que pueden acceder a los contratos FX swap por ventanilla del Banrep, entre otras disposiciones.

Por otra parte, las cámaras de riesgo central de contraparte se rigen por la Ley 964 de 2005 y el Decreto 2555 de 2010 en relación con la compensación y liquidación de operaciones sobre valores, y por la Resolución Externa 12 de 2008 de la JDBR en lo referente a la compensación y liquidación de operaciones con componentes cambiarios.

La CRCC es una entidad bajo la inspección y vigilancia de la SFC y es el único proveedor de infraestructura del mercado financiero colombiano que se interpone entre las partes mediante la novación<sup>2</sup> de operaciones. Su modelo de administración de riesgos se basa en: 1) requerimientos de acceso para los miembros liquidadores; 2) establecimientos de límites de operación, de llamados a margen y de posiciones abiertas (exposiciones), y 3) un modelo de exigencias de garantías a los miembros sobre múltiples escenarios. Adicionalmente, tiene establecido dentro de su esquema para administrar retardos o incumplimientos de sus miembros

2 El mecanismo de novación consiste en que la CRCC se convierte en vendedor de todo comprador y comprador de todo vendedor, eliminando el vínculo original entre las contrapartes originales.

una serie de anillos de seguridad que le permitirían soportar el incumplimiento de sus dos principales miembros liquidadores. Dentro de este esquema contempla la exigencia de garantías ordinarias y extraordinarias individuales, mecanismos de mutualización de pérdidas, destinación de recursos propios específicos de la CRCC (*skin in the game*), mecanismos de recuperación de los recursos profondeados y mecanismos de resolución.

## 2. Cambios en los mecanismos de mitigación de riesgos

El principal cambio que introduce esta fusión corporativa es la novación de las operaciones. La eliminación del vínculo legal que existía bilateralmente en el momento de la confirmación de las operaciones desaparece y, una vez la CRCC acepta la operación, es decir, una vez estas cumplan con los prerrequisitos exigidos en términos de garantías y límites, se crean dos relaciones independientes entre la CRCC y las dos contrapartes, convirtiéndose en vendedor de todo comprador y comprador de todo vendedor. De acuerdo con Mariño *et al.* (2019) y Núñez y Valdeolivas (2019), la compensación centralizada transforma la compleja red de relaciones de un mercado con la compensación bilateral en una red simple y transparente. Este hecho genera algunos cambios en la percepción de los riesgos de contraparte y liquidez debido a que, por un lado, los participantes cambian múltiples contrapartes por una diferente y diseñada para administrar estos riesgos y, por el otro, se incrementa la liquidez de los mercados y productos compensados, debido posiblemente a un aumento en las entidades interesadas en participar en estos mercados.

A continuación, se presentan los cambios en la compensación y liquidación del mercado de contado de divisas peso/dólar dada la interposición de la CRCC, teniendo en cuenta el tipo de compensación, los mecanismos utilizados para

gestionar el riesgo de liquidez y los mecanismos diseñados para administrar el riesgo de contraparte. Adicionalmente, se ilustran las herramientas definidas por la CRCC para recuperar los niveles de recursos recibidos de los miembros, para dar continuidad al servicio y para efectuar la resolución de la CRCC ante eventos extremos en los cuales las herramientas y mecanismos mencionados no resulten suficientes. En relación con los tipos de compensación y de liquidación, estos se mantendrán. La compensación seguirá siendo neta multilateral y la liquidación pago contra pago de los netos multilaterales.

### 2.1 Mecanismos de mitigación del riesgo de liquidez

En el Cuadro R1.1 se encuentra la lista de los mecanismos de mitigación de riesgo de liquidez utilizados por la CCDC y aquellos previstos por la CRCC debido a la fusión corporativa. Con el objetivo de mitigar el riesgo de liquidez ante un evento de retardo o incumplimiento de un participante en el pago de sus obligaciones, y teniendo en cuenta que la liquidación se efectúa pago contra pago, la CCDC disponía del contravalor, es decir, el derecho multilateral del participante en retardo, para conseguir la moneda faltante. Para ello tenía contratado cupos preaprobados con los PL en pesos y en dólares, de tal forma que podía realizar operaciones *FX swap* a un día para comprar de contado el valor de la moneda faltante y devolverla al siguiente día, en caso de que el participante cumpliera posteriormente con la obligación, o de lo contrario cerrar en forma definitiva la operación. Adicionalmente, en el caso de presentarse alguna falla al conseguir los recursos con los PL la CCDC, estaba facultada para hacerlo por intermedio de otros IMC. Por último, ante eventos extremos en donde se identifiquen problemas externos (p. e.: cierre de líneas de crédito en el exterior), la CCDC podría acudir al Banrep para celebrar una operación *Fx swap* que le permita continuar con la compensación multilateral.

**Cuadro R1.1**  
Cambios en los mecanismos de mitigación de riesgo de liquidez

CCDC	CRCC
Garantías previas constituidas por los participantes en la operación	Garantías previas constituidas por los miembros en la operación
Cupos pre-aprobados con Proveedores de liquidez (PL) en dólares y pesos	Cupos pre-aprobados con Proveedores de liquidez (PL) en dólares y pesos
<i>Fx Swap</i>	<i>Fx Swap</i>
Compra definitiva	Compra definitiva
Operaciones FX de contado y de derivados con otros IMC	Operaciones <i>FX</i> de contado y de derivados con otros IMC
BR- <i>Fx Swap</i> ante eventos extremos	BR- <i>Fx Swap</i> ante eventos extremos
	Capacidad de usar las garantías en efectivo constituidas por otros miembros
	Patrimonio de la CRCC en efectivo y títulos
	Líneas de sobregiro de la CRCC

Fuente: Banco de la República, CCDC y CRCC.

Con la fusión, la CRCC mantendrá los mecanismos que tenía adoptados la CCDC y, adicionalmente, hará extensivo al segmento de divisas las fuentes de liquidez que tiene previstas para los demás segmentos que opera. Estas fuentes son: la capacidad de usar temporalmente las garantías en efectivo constituidas por otros miembros, el patrimonio líquido de la CRCC (efectivo y TES), y las líneas de sobregiro que tiene aprobadas con los bancos comerciales locales.

## 2.2 Mecanismos de mitigación del riesgo de contraparte

En el Cuadro R1.2 se observan los mecanismos de mitigación de riesgo de contraparte utilizados por la CCDC y aquellos contemplados por la CRCC. Como se mencionó, la fusión corporativa de las cámaras se perfeccionó el 14 de diciembre 14 de 2020, y a partir de este día la compensación de las operaciones del mercado de contado de divisas por intermedio de la CRCC se empezó a hacer en tres etapas. En la primera la CRCC está compensando estas operaciones en los mismos términos y bajo la misma regulación que aplicaba a la CCDC, es decir, a los sistemas de compensación y liquidación de divisas. En la segunda la CRCC compensará las operaciones mediante el mecanismo de novación y ajustará su modelo de gestión de riesgos para incorporar los recursos propios específicos y su patrimonio dentro de su esquema para administrar el riesgo de contraparte. En la tercera etapa, prevista para cuando la CRCC complete el primer año de operación como contrapartida central, la CRCC adicionará al modelo previsto en la etapa dos la constitución de un fondo de garantías colectivas y algunos mecanismos de recuperación de los recursos profondeados para dar continuidad al servicio.

En la primera columna se ven los mecanismos y recursos con que contaba la CCDC. El límite de posición corta (LPC) en cada moneda buscaba restringir la posición vendedora en pesos y dólares y, de esta forma, cubrir el posible incumplimiento de los dos principales participantes con los cupos de los PL. Por otra parte, la CCDC exigía garantías a los participantes que buscaban cubrir posibles situaciones adversas de los mercados, así, ante un incumplimiento del pago de la obligación multilateral, estas garantías

tenían por objetivo cubrir un posible déficit ante la insuficiencia del derecho multilateral para conseguir la moneda faltante. Si después de utilizar las garantías el déficit prevalecía, la CCDC retenía las garantías depositadas por las contrapartes originales y utilizar estos recursos para cubrir este saldo deudor. Ante un caso extremo en donde no fueran suficientes los recursos mencionados, la CCDC tenía que extraer de la compensación algunas operaciones y recalcular el programa de pagos netos multilaterales de algunos participantes.

En la segunda columna se describen los mecanismos establecidos por la CRCC para el primer año de operación del segmento de divisas de contado. Se evidencia que se mantienen las exigencias de garantías previas a los participantes y un límite para las posiciones vendedoras en cada moneda. Aunque el nombre utilizado difiere al de la CCDC, su objetivo y cálculo son los mismos. Adicionalmente, con la eliminación de las relaciones legales y operativas de la operación bilateral inicial, la CRCC no retendrá las garantías de las contrapartes originales. Sin embargo, su patrimonio estará involucrado en dos tramos para atender posibles saldos deudores no cubiertos por los recursos de los miembros incumplidos. El primer tramo corresponde a los recursos propios de la CRCC aportados específicamente para el segmento de divisas (*skin in the game*) y el segundo al patrimonio remanente de la CRCC que estará disponible para atender posibles saldos deudores en todos los segmentos. Esta diferenciación otorga claridad en el uso de los recursos financieros ante un evento de incumplimiento de un miembro que participa en más de un segmento de la CRCC, debido a que la declaratoria de un incumplimiento es transversal en todos los segmentos, es decir, si un miembro incumple en el pago de una obligación en un segmento particular, se considerará incumplido en todos los segmentos en que participa.

En la tercera columna del cuadro se encuentran los mecanismos de mitigación de riesgos de la CRCC después del primer año de operación. Adicional a los mecanismos establecidos en el primer año, la CRCC contará con una herramienta de mutualización de pérdidas, denominada Fondo de Garantías Colectivas (FGC), mediante la cual todos los

**Cuadro R1.2**  
Cambios en los mecanismos de mitigación de riesgo de contraparte del segmento de divisas

CCDC	CRCC: primer año de operación	CRCC: después del primer año de operación
Límite de posición corta	Límite de posición corta (ahora de obligación latente de entrega)	Límite de obligación latente de entrega
Garantías previas constituidas del participante incumplido	Garantías constituidas por el miembro incumplido	Garantías constituidas por el miembro incumplido
Garantías constituidas por las contrapartes originales	Anillo de seguridad <i>skin in the game</i> Patrimonio de la CRCC	Anillo de seguridad <i>skin in the game</i> Patrimonio de la CRCC Fondo de garantías colectivas Mecanismos de recuperación de recursos profondeados

Fuente: Banco de la República, CCDC y CRCC.

miembros participantes del segmento de divisas serán solidarios a las pérdidas residuales una vez agotadas las garantías individuales del miembro incumplido y los recursos propios específicos (*skin in the game*). La CRCC también prevé contar con mecanismos de recuperación, que consisten en su capacidad para solicitar a sus miembros la reposición de los recursos del FGC ante la persistencia de un saldo deudor por el incumplimiento de uno o varios miembros. Los recursos de reposición serán utilizados después de agotar las garantías constituidas por estos miembros, los recursos propios de la CRCC con destinación específica para el segmento de divisas y el FGC. Dentro de los mecanismos de recuperación se incluyen aquellos que buscan dar continuidad al servicio del segmento, es decir, después de agotada la reposición del FGC la CRCC podrá exigir una contribución obligatoria y otra voluntaria a sus miembros para evitar la liquidación y cancelación del segmento.

Por último, este nuevo esquema de administración del riesgo de contraparte elimina la incertidumbre de los miembros participantes en el segmento de contado de divisas de tener cambios importantes en sus obligaciones o derechos multilaterales, al extraer algunas operaciones del proceso de compensación y liquidación y ver afectados sus flujos de tesorería.

### 3. Comentarios finales

La compensación y liquidación del mercado de contado de divisas (peso/dólar) evidenció un cambio sustancial en el modelo de administración de riesgos, al pasar de uno basado en la definición de un límite a las posiciones cortas y la exigencia de garantías previas, a uno que adicionalmente contempla una estructura de anillos de seguridad propios de las entidades de contrapartida central. Este cambio representa un reto importante para los miembros participantes en este segmento, porque tendrán la responsabilidad de velar porque los procedimientos y controles de su única contraparte estén constantemente calibrados para mitigar la posibilidad de un impacto negativo en su patrimonio ante pérdidas ocasionadas por otros participantes. Por su parte, la CRCC deberá, en el mismo sentido, velar porque su esquema de administración de riesgos promueva la compensación centralizada sin exponer el patrimonio de sus accionistas (véase McPartland y Lewis, 2017).

### 4. Referencias

- Mariño, R., León, C., & Cadena, C. (2020). Las entidades de contrapartida central en la mitigación del riesgo de contraparte y de liquidez: El caso de los derivados cambiarios en Colombia. Borradores de Economía, 1101, Banco de la República.
- McPartland, J. & Lewis, R. (2017). The Goldilocks problem: How to get incentives and default waterfalls “just right”, *Economic Perspectives*, 1/2017, Federal Reserve Bank of Chicago.
- Núñez, S. & Valdeolivas, E. (2019). Central clearing counterparties: benefits, costs, and risks. *Revisión de estabilidad financiera número 36*, Banco de España.