

EL NUEVO SISTEMA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE INSTRUMENTOS FINANCIEROS: COMPLETANDO LA INFRAESTRUCTURA FINANCIERA CHILENA

SEBASTIÁN BUSTOS Y LETICIA CELADOR*
Harvard University y Universidad de Salamanca

RESUMEN: Con la publicación en junio de 2009 de la ley N° 20.345, que establece el nuevo marco legal para los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, se completó el marco legal de la infraestructura del sistema financiero chileno. Este artículo explica qué son los sistemas de compensación y liquidación y su relevancia para el correcto funcionamiento de los sistemas financieros, en especial en periodos de estrés como los sucedidos en la reciente crisis internacional, así como las innovaciones y desafíos que representan para nuestro Derecho. Asimismo, se indican las mejoras esperadas en términos de desarrollo del mercado de capitales al contar con estos sistemas, uno de los cuales comenzó a operar a fines de agosto de 2010. Finalmente se comentan las modificaciones legales introducidas al respecto en Estados Unidos en julio de 2010, tras la reciente crisis financiera internacional.

Palabras clave: *Compensación y liquidación, principio de firmeza.*

ABSTRACT: The legal framework of the Chilean financial markets' infrastructure was recently completed with the June 2009 publication of Law N° 20.345, that establishes the new framework for bank clearing and liquidation systems. This article explains the bank clearing and liquidation systems and their relevance to the proper functioning of financial systems. Specifically, the article focuses on stress periods, like the recent international crisis, as well as the innovations and challenges that bank clearing and liquidation systems present to the Chilean legal system. In addition, the article indicates the expected improvements in capital market developments that started operating at the end of August 2010. Finally, the article discusses the recent legal modifications made by the United States in July 2010, post the international financial crisis.

Key words: *Bank clearing and liquidation, finality principle.*

1. INTRODUCCIÓN

Los eventos de estrés ocurridos en la reciente crisis financiera internacional han resaltado la importancia de contar con un sistema financiero adecuadamente regulado y con un marco legal que asegure el correcto funcionamiento y realización de las transacciones. Uno de los temas que ha cobrado relevancia tras la crisis es cómo el adecuado funcionamiento de la infraestructura financiera, y en particular de los sistemas postransaccionales, puede ayudar a reducir el estrés financiero en caso de crisis¹.

* Sebastián Bustos, Harvard University (Estados Unidos). Leticia Celador, Universidad de Salamanca (España). Queremos agradecer las conversaciones sostenidas sobre este tema con Javier Díaz y Marco Antonio González, así como también los comentarios realizados por el profesor Max Spiess en la presentación de este artículo en el Congreso de Derecho y Economía organizado por los estudiantes de la Universidad de Chile. Sin embargo, todas las opiniones expresadas en este artículo representan únicamente la opinión de los autores.

¹ La importancia de los sistemas de compensación y liquidación queda de manifiesto en el reciente debate regulatorio que se

La infraestructura del sistema financiero se refiere al conjunto de instituciones y organizaciones que permiten su funcionamiento: un sistema de pagos, compuesto por el Banco Central y por los bancos comerciales; custodios y depósitos de valores; sistemas transaccionales, como las bolsas de valores, y un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros².

Los sistemas de compensación y liquidación de valores son parte de la infraestructura postransaccional de los mercados financieros y su objetivo es gestionar las transferencias de valores y los pagos correspondientes a las transacciones que se efectúan en dichos mercados, el *pasando y pasando* que se realiza a continuación de cerrada la negociación. Estos sistemas *netean* o *compensan* las transacciones, mientras que la *liquidación* es el traspaso de los saldos netos, tanto de dinero como de instrumentos financieros resultantes de dicho cálculo. En especial, el dar un valor jurídico al cálculo del neteo (en eso consiste la *compensación*), permite a los partícipes del mercado reducir su exposición al riesgo de crédito y de contraparte³, lo cual ayuda particularmente en situaciones de estrés⁴. Además, es en estos casos cuando más se valora un marco legal que impida que se paralice el sistema financiero, asegurando la continuidad operacional al resolver incertidumbres legales como son amenazas de revocaciones o reversiones de las transacciones, incertidumbre sobre el dominio de las garantías, u otros factores que afecten la confianza y puedan inhibir transacciones en casos de crisis⁵.

La infraestructura del sistema financiero chileno en la última década tuvo un primer perfeccionamiento en septiembre del año 2000, cuando el Banco Central comenzó una agenda de modernización del *Sistema de Pagos de Alto Valor*⁶. Las modificaciones de esta agenda

ha dado en Estados Unidos y Europa. Los cambios normativos recientemente aprobados en Estados Unidos vinculados a estos sistemas se comentan en la sección 5 de este artículo.

² La ley 20.345, en el numeral 8 del artículo 1º, define el término *instrumentos financieros* como un concepto más amplio que el contenido en el artículo 3º de la ley 18.045, sobre Mercado de Valores, para asegurar que en estos sistemas se puedan gestionar transacciones sobre contratos u otros títulos que no son considerados en la definición de valores comúnmente usada. Sin embargo, como señala el citado artículo 1º, esta definición más amplia que la tradicional solo se circunscribe a esta ley, por lo cual no debería tener implicancias en otros casos.

³ El riesgo de crédito se refiere a la potencial pérdida ocasionada al no recibir el correspondiente pago por una transacción. El riesgo de contraparte se refiere a la pérdida esperada por realizar transacciones con un determinado participante del mercado. Este último riesgo no solo se restringe al riesgo de crédito sino que también comprende al riesgo de reemplazo, el que se refiere a las potenciales ganancias no realizadas cuando la contraparte no hace entrega los valores acordados en una negociación..

⁴ Tras la reciente crisis internacional ha aumentado la literatura sobre este tema. Por ejemplo, Duffie y Zhu presentan estimaciones de cómo el uso de sistemas de compensación y liquidación contribuyen a reducir el riesgo de contraparte. v. DUFFIE, Darrell y ZHU, Haoxiang. *Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk* <En línea>. Mimeo, Universidad de Stanford, 2009. [Consulta en Noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <http://ssrn.com/abstract=1348343>.

⁵ Con ocasión del caso Inverlink y los cuestionamientos al marco legal de la liquidación y compensación, se afectó la confianza de los actores del mercado, lo que se tradujo en una disminución de los montos transados. Una breve explicación del por qué se afectó la confianza del mercado se contiene en la sección 3.3.

⁶ Antes de esta reforma los pagos y transferencias de alto valor se realizaban en forma manual, donde el único instrumento de pago era el *vale vista*. Los bancos locales realizaban sus operaciones confiando en el respaldo del Banco Central a los depósitos a la vista, contenido en la Ley Orgánica del Banco Central.

permitieron que en 2004 comenzara a operar el *Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)*, el que procesa los pagos de efectivo originados en pagos electrónicos interbancarios, transacciones por cuentas de clientes y transacciones en el mercado de valores⁷. Con la nueva normativa e infraestructura⁸, el sistema de pagos del país quedó al nivel de los mejores estándares internacionales, no así el sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros.

El diagnóstico presentado tanto en informes internacionales como locales indicaba que en Chile no se contaba con un adecuado marco legal para la compensación y liquidación de instrumentos financieros, y que por lo tanto, esta pudiera no ser lo suficientemente robusta como para resistir el evento de quiebra de alguna de las contrapartes importantes del mercado⁹. En particular los informes indicaban que no existía claridad en nuestro Derecho sobre la irrevocabilidad y firmeza de las operaciones o la protección de las garantías involucradas ante ciertos eventos, como tampoco se contaba con base legal suficiente para la operación de la compensación financiera, sea esta bilateral, multilateral o por novación.

Con el objeto de proveer una base legal que subsanara las deficiencias legales señaladas y que permitiese la operación de cámaras de compensación o entidades de contraparte central, el Ejecutivo presentó en octubre de 2007 un proyecto de ley, que finalmente fue promulgado en mayo de 2009 como la ley N° 20.345. Esta ley aborda las carencias detectadas en el Derecho chileno, proveyendo un sustento legal acorde con estándares y recomendaciones internacionales¹⁰. Tras una exitosa marcha blanca, acorde al nuevo marco legal, el primer sistema de compensación y liquidación comenzó a operar los últimos días de agosto de 2010.

⁷ Es del caso mencionar que en 2005 comenzó operaciones la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor (CCAV), a través de una sociedad de apoyo al giro bancario (Combanc). Mientras el LBTR realiza la liquidación de las transacciones de manera inmediata en las cuentas que cada banco tiene en el Banco Central, la CCAV efectúa la compensación una vez al día, obteniendo los saldos netos de cada participante. Una vez completado el ciclo de negocios, los saldos netos se liquidan a través del Sistema LBTR.

⁸ El Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real del Banco Central de Chile (Sistema LBTR) se regula en el Capítulo III.H.4 del Compendio de Normas Financieras del Banco Central de Chile. La regulación de las Cámaras de Compensación de Pagos de Alto Valor en Moneda Nacional se encuentra en el Capítulo III.H.5.

⁹ Ver por ejemplo el informe Financial Stability Assessment (FSAP) sobre Chile elaborado en 2004 por el Fondo Monetario Internacional, el cual contiene una completa revisión del sistema financiero chileno y detalla las áreas donde nuestro país –a esa fecha– no cumplía con estándares internacionales. En sus conclusiones, se afirmaba que cuatro definiciones legales indispensables para el correcto funcionamiento de los sistemas postransaccionales no estaban adecuadamente resultadas en el marco legal chileno (páginas 7-8)

¹⁰ En particular nos referimos a los documentos “*Recommendations for securities settlement systems*. <En línea> CPSS Publications No 46. 2001. [Consulta en noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <<http://www.bis.org/publ/cpss46.htm>>” y “*Recommendations for central counterparties*. CPSS Publications No 64. 2004. <En línea> [Consulta en Noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <<http://www.bis.org/publ/cpss64.htm>>” elaborados conjuntamente por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación y la Organización Internacional de Comisiones de Valores (CPSS e IOSCO por sus respectivas siglas en inglés), y el documento “*Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union*. 2004. <En línea> [Consulta en noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb-cesr-standardssecurities2004en.pdf>”, del Banco Central Europeo.

2. FUNCIONAMIENTO DE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN

2.1. LOS SISTEMAS COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN. DEFINICIÓN Y CLASES

Dado que en un mismo período de negociación los partícipes de los sistemas financieros efectúan un sinnúmero de transacciones, es más eficiente realizar solo los pagos y transferencias netas que llevar a cabo una a una las correspondientes transferencias de títulos y de dinero. El ejercicio de calcular los saldos netos de valores o de dineros que cada parte debe entregar o recibir se denomina compensación¹¹. Una vez realizado el cálculo, los sistemas de compensación se encargan de formalizar la transacción, lo que comúnmente requiere que se gestione la transferencia de títulos en los custodios de valores y de sumas de dinero en el sistema de pagos. De ahí la importancia de dar reconocimiento legal a este cálculo de netos.

Una primera solución de mercado son las llamadas cámaras de compensación, las que netean las operaciones y así permiten reducir los costos de transacción y el riesgo al que se exponen los partícipes¹². Esta solución es complementada por lo general, con la exigencia de garantías destinadas a cubrir el riesgo de reemplazo, las que buscan cubrir eventuales pérdidas generadas en escenarios de incumplimiento, en función de la volatilidad de precios y de los montos transados. Así, en caso que una contraparte no cumpla con sus obligaciones, las garantías son utilizadas para reparar al afectado el daño por las ganancias que se han dejado de realizar¹³.

Una segunda solución, utilizada principalmente en los mercados de derivados financieros¹⁴ y en general en mercados donde se observa una alta volatilidad de precios, son las llamadas entidades de contraparte central. Como su nombre indica, estas se interponen entre

¹¹ El concepto de *compensación* de instrumentos financieros no coincide plenamente con el concepto de nuestro Código Civil, en especial porque la compensación financiera puede operar de forma multilateral, y no solo bilateral. En este sentido, la compensación de instrumentos financieros se asimila al concepto jurídico anglosajón de *clearing*. Algunos autores v. BORNET, Jean-Pierre y VAUPLANE, Hubert de. *Droit des marchés financiers*. París, Francia: Editorial Litec, 2001, destacan los problemas dogmáticos de la compensación, en especial la complejidad de aplicar las reglas de la compensación del Código Civil a la compensación de instrumentos financieros. No obstante, las legislaciones de tradición romanista han usado el mismo término (Directiva 98/26/CE, de 19/05/1998, sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores; ley 41/1999, de España, que implementa la Directiva 98/26/CE; código monetario y financiero de Francia; ley 964 de 2005 sobre mercado de valores de Colombia, o la ley de sistemas de pagos de México de 2002). En el caso chileno se optó por la misma solución, para beneficiarse de la abundante doctrina internacional y de los documentos de los organismos internacionales que usan ese término. Para evitar confusión, en el artículo primero de la ley N° 20.345 se introdujo la definición del concepto de *compensación financiera* en la que se indica expresamente que no precisa de la concurrencia de los requisitos del Código Civil.

¹² La exposición al riesgo de cada partícipe se ve reducida gracias a un sistema de compensación y liquidación, tanto en términos de riesgo de crédito como riesgo de contraparte, ya que la posición ya no será la suma de las transacciones con las distintas contrapartes sino que corresponderá solo al neto que surge de compensarlas las órdenes ingresadas.

¹³ Es del caso mencionar que el riesgo de crédito se encuentra reducido por el procedimiento de entrega contra pago (conocido como DVP por sus siglas en inglés).

¹⁴ Generalmente, los derivados son contratos que estipulan que las partes se comprometen a comprar o vender en una fecha un determinado activo, pudiendo ser éste bienes físicos (commodities), monedas u otros instrumentos financieros, a un valor que se fija al momento de la negociación. Entre ellos se encuentran los forward, futuros o swaps de monedas, tasas de interés o unidades de reajustabilidad.

las partes de una transacción constituyéndose en contraparte de todas ellas, garantizando así el perfeccionamiento de la operación a todo evento. Esto se efectúa mediante la novación¹⁵ de las obligaciones, con el beneficio para los partícipes de solo ser necesario evaluar el riesgo de operar con esta entidad y no con cada uno de los partícipes del mercado. Esto centraliza el riesgo, obligando a la entidad a monitorear a cada uno de los partícipes. Al igual que en el caso de la cámara de compensación, esta solución es complementada con la exigencia de garantías a los partícipes, que en este caso cubren además el riesgo de crédito que asume la contraparte central.

Cualquiera de las dos soluciones mencionada reduce el riesgo de las transacciones con instrumentos financieros¹⁶. El marco legal que establece la ley N° 20.345 permite la constitución de sistemas por parte del sector privado bajo cualquiera de los dos modelos. En ambos casos, serán entidades supervisadas que operarán bajo procedimientos de máxima seguridad y con un adecuado sistema de garantías propias (patrimonio mínimo y fondos de reserva) o de los partícipes, las que podrán ser realizadas extrajudicialmente en caso de incumplimiento¹⁷.

2.2. ESTRUCTURA DE GARANTÍAS DE LOS SISTEMAS COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Para cubrir los riesgos incurridos, los sistemas postransaccionales utilizan una combinación de garantías enteradas por los partícipes y el patrimonio de la sociedad administradora. La combinación de ambas formas de resguardo apunta a proteger a la sociedad administradora del sistema ante una quiebra, con el objetivo de impedir que deje inconclusa una jornada de operación.

En primer lugar, como forma de fijar un estándar mínimo, se exigen requisitos a los partícipes para que puedan acceder a estos sistemas, como son por ejemplo la existencia de un capital mínimo o el empleo de tecnologías que aseguren una conexión adecuada con el sistema.

Un segundo nivel de salvaguardias está dado por las garantías exigidas individualmente a los partícipes, que suelen calcularse en relación con los montos transados y la volatilidad de precios de los instrumentos¹⁸. Por lo general, estas garantías son exigidas al comienzo de cada

¹⁵ En este contexto, la novación se define como el reemplazo de dos o más obligaciones contractuales pendientes de ejecución por una única obligación representativa del saldo neto.

¹⁶ Autores como, v. BLISS, R. Y PAPANASSIOU, C. *Derivatives clearing, central counterparties and novation: The economic implications*. Mimeo, 2006, presentan un marco conceptual para presentar las implicancias económicas y legales de los sistemas de compensación, particularmente desde el punto de vista de los mercados de derivados. En el artículo se discuten los desafíos de política pública que enfrentan los reguladores, cómo estos sistemas compiten y evolucionan, y cuáles son los intereses privados en juego.

¹⁷ El supervisor del administrador de los sistemas es la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS). Como algunos de los participantes podrán ser empresas bancarias, el Banco Central y la Superintendencia de Bancos (SBIF) participan en el proceso de aprobación de las normas de funcionamiento.

¹⁸ Para explicar la importancia de la volatilidad de precios se puede utilizar un ejemplo. Supongamos que un corredor vende un título en la bolsa y la operación es procesada por una cámara de compensación (no contraparte central), y que momentos antes de que se realice la liquidación el precio del título se duplica. Para el vendedor disminuyen los incentivos que tiene para

jornada y son complementadas cuando el partícipe incrementa los montos transados, aumenta su exposición neta o se registran variaciones relevantes en los precios de los instrumentos que transa. En caso de que el partícipe no cumpla con sus obligaciones al momento de la liquidación, por ejemplo, al no entregar los valores o el dinero comprometidos, se recurre en primera instancia a estas garantías. Los sistemas de compensación y liquidación ofrecen la ventaja de permitir optimizar el requerimiento de las garantías que se solicitan a las partes, ya que fruto del neteo pueden exigirse garantías menores al monto total transado por cada parte.

Un segundo componente de estas salvaguardias está constituido por garantías comunes o solidarias, que generalmente adoptan la forma de un fondo común, formado con aportes de todos los partícipes cuyo monto se determina en forma similar al cálculo de las garantías individuales. De esta forma, en caso de que las garantías individuales no sean suficientes para cubrir las obligaciones de uno o varios partícipes, primero se utiliza la contribución individual de cada uno al fondo de garantía solidario, y en caso de no ser suficiente, se utilizan los restantes recursos de dicho fondo común. Si bien es excepcional desde el punto de vista jurídico, en la legislación que regula estos sistemas se permite la realización extrajudicial de las garantías individuales en caso de incumplimiento, para evitar recurrir con demasiada rapidez a las garantías comunes¹⁹.

En caso de no ser suficientes los niveles anteriores, se procede a utilizar los recursos propios de la sociedad administradora. Estos pueden provenir en primer término de fondos especialmente dispuestos para estos fines, a modo de reservas o provisiones, o directamente del patrimonio de la sociedad.

3. CONCEPTOS JURÍDICOS SOBRE LOS QUE FUNCIONAN LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN

3.1. DESCRIPCIÓN GENERAL DE LA LEY N° 20.345

Los cambios normativos introducidos por la ley N° 20.345 se pueden separar en dos ámbitos. Por una parte, la ley determina el marco institucional para el establecimiento de entidades que desarrollen la función de compensación y liquidación de operaciones sobre instrumentos financieros. Para ello la ley dispone normas para la constitución e inicio de

cumplir su obligación, ya que la transacción se realizó a un menor precio. En caso de que efectivamente no cumpla con la entrega de los títulos, las garantías se utilizan, en el caso de una cámara, para indemnizar al afectado por la ganancia no realizada, equivalente al incremento del precio, a quien recibiría los títulos. Una entidad de contraparte central cumpliría en todo evento con la entrega de los valores acordados, y se encargaría de ejecutar las garantías aportadas por aquel participante que no cumplió.

¹⁹ Esta eventual *socialización de las pérdidas* puede llevar a un potencial conflicto de interés entre partícipes y el administrador, lo cual se discute en la sección 3.2 del presente artículo.

actividades, así como también exige ciertos requisitos y regulaciones básicas tanto para las cámaras de compensación como para las entidades de contraparte central, así como también las instituciones y procedimientos de supervisión y regulación. Por otra parte, la ley establece el marco legal necesario para dar certeza jurídica al procedimiento de compensación y liquidación de instrumentos financieros, conteniendo las definiciones legales indispensables para el correcto funcionamiento de tales sistemas que no estaban completamente claras en el marco legal chileno, en particular el llamado internacionalmente *principio de firmeza*.

3.2. PRINCIPALES INNOVACIONES NORMATIVAS DE LA LEY N° 20.345

a. *Separación de funciones*

La ley modifica la organización que anteriormente tenía el mercado chileno, al separar la función transaccional de la postransaccional, para que esta última sea realizada por una o varias administradoras de sistemas de compensación y liquidación. El objetivo de esta medida es separar los riesgos de cada una de las funciones, por ejemplo en caso de quiebra, producto de algún problema originado en una de las funciones. Se establece que los administradores de los sistemas se constituirán como sociedades anónimas especiales de giro único y exclusivo y que contarán con patrimonio mínimo propio.

b. *Flexibilidad normativa*

Como gran parte de los detalles operativos de estos sistemas son de una gran complejidad técnica y requieren de flexibilidad para ser actualizados, se optó por dejar el detalle de la operación de estos sistemas en sus normas internas de funcionamiento, en lugar de disponerlo en la ley o en un reglamento de la misma. Se dispuso que las normas de funcionamiento sean propuestas por las sociedades administradoras a la Superintendencia de Valores y Seguros, la que para aprobarlas, deberá contar previamente con el informe favorable del Banco Central de Chile en lo relacionado a las disposiciones que puedan afectar el normal funcionamiento de los pagos²⁰.

c. *Comité de usuarios*

Además de los problemas de gobierno corporativo comunes a todas las empresas, la literatura señala algunos aspectos particulares de los sistemas de compensación y liquidación²¹.

²⁰ Para que los supervisores establezcan el marco de los requisitos a exigir a los partícipes, y dado que estos son regulados por la Superintendencia de Valores y Seguros o bien por la de Bancos, la ley señala que cualquier requisito debe ser establecido en una norma de carácter general dictada conjuntamente por ambas superintendencias.

²¹ Una completa revisión de los problemas y conflictos de interés relacionados con los sistemas de compensación y liquida-

Se pueden destacar dos: el posible tratamiento diferenciado a los partícipes según sean o no accionistas, y los mecanismos de reparto de los costos esperados a partir del nivel de riesgo observado, en particular el nivel adecuado de las garantías exigidas a los distintos partícipes.

Un ejemplo del primer problema podría darse a nivel de los costos cobrados por la compensación y liquidación, puesto que si fueran indebidamente altos, los partícipes accionistas podrían *recuperar* parte de lo desembolsado a través del recibo de dividendos, lo que sería contrario a los intereses de los participantes no accionistas²². Para enfrentar este problema, la ley exige a las cámaras de compensación o entidades de contraparte central presentar a la Superintendencia de Valores un estudio tarifario, fundamentado en los ingresos y costos relevantes proyectados por la sociedad administradora, que será de conocimiento público²³.

El segundo problema surge de la dificultad de determinar el nivel adecuado de la exigencia de garantías respecto a los riesgos asumidos o incurridos por cada partícipe. Este último conflicto es más complejo, ya que, por ejemplo, el administrador del sistema podría exigir a los partícipes garantías excesivas, por sobre lo necesario para cubrir los escenarios de riesgo, ello con el objetivo de sobreproteger su propio patrimonio²⁴. Para enfrentar este problema se estableció la necesidad de conformar comités asesores que aseguren la comunicación entre partícipes y el directorio. Se exige a las cámaras de compensación o entidades de contrapartida central constituir un comité de riesgos, con objeto de evaluar y proponer mejoras a las normas de funcionamiento. Con esta medida se busca que quienes ponen sus recursos en juego, incluso no por acciones propias sino por los posibles incumplimientos de terceros, puedan influir en la forma en que se realiza la gestión de riesgos. Así, la ley dispone de los incentivos y las salvaguardias para que estos sistemas se conviertan en una inversión colectiva que efectivamente mitigue los riesgos, acotando el riesgo sistémico, y así mejore el funcionamiento del mercado.

ción se puede consultar en: el documento RUSSO, Daniela, *et al.* Governance of securities clearing and settlement systems. <En Línea> Occasional Paper Series, No 21, October 2004. Mimeo. [Consulta en noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecboep21.pdf>.

Es del caso mencionar que estos problemas son distintos a las transacciones con partes relacionadas señalados en la literatura o en la legislación general, dado que no suceden entre accionistas o entre estos y la gerencia, sino entre usuarios de los servicios provistos por la empresa, siendo unos accionistas y otros no.

²² Desde el punto de vista de eficiencia, es conveniente el establecimiento de solo un sistema de compensación por mercado, lo cual es confirmado por las estimaciones de DUFFIE y ZHU *op. cit.* (n. 4). Se observa internacionalmente que el primer sistema en establecerse, tiende a ser el único por mercado, lo que muestra una especie de monopolio producto de una alta escala para una operación eficiente o de altas barreras de entradas. De ahí la necesidad de una disposición que cautele el interés público en cuanto a los precios.

²³ Los contenidos mínimos para la elaboración del estudio serán establecidos por la Superintendencia a través de norma de carácter general. El referido estudio deberá ser actualizado a lo menos cada dos años y cada vez que la entidad ajuste sus tarifas, o a petición fundada de la Superintendencia.

²⁴ Es del caso señalar que la existencia de fondos de garantías aportados en conjunto por todos los partícipes, y que pueden eventualmente conducir a que se mutualicen los costos producto del incumplimiento de un partícipe, genera el incentivo para que los mismos partícipes monitoreen la adecuada exigencia de garantías.

3.3. CONCEPTOS JURÍDICOS FUNDAMENTALES

A. *El principio de firmeza*

Para garantizar el correcto funcionamiento de las estructuras postransaccionales, las órdenes de compensación aceptadas por los sistemas deberán compensarse y liquidarse a todo evento y ni ellas ni sus resultados pueden ser anulados o dejados sin efecto ni por las partes ni por terceros por ningún motivo, ni siquiera en caso de quiebra. Este concepto se conoce en la literatura como *settlement finality* y ha sido traducido al castellano como *principio de firmeza de la liquidación* o simplemente *principio de firmeza*²⁵.

El nuevo marco legal, provisto por la ley N° 20.345, otorga total reconocimiento a la irrevocabilidad y firmeza en sentido amplio de las órdenes de compensación de instrumentos financieros que sean aceptadas por el sistema y a los traspasos de los saldos acreedores de valores y de dinero que resulten de las mismas, una vez que las órdenes sean aceptadas por la cámara de compensación o entidad de contraparte central²⁶.

El principio de firmeza constituye una de las bases legales de la infraestructura de los sistemas financieros modernos, y como tal, es el primer estándar internacionalmente recomendado para la estructuración tanto de los sistemas de pagos como de los sistemas de compensación y liquidación. Su relevancia se debe principalmente al control de riesgos sistémicos, de manera de evitar que el vicio que pueda afectar a una o más operaciones financieras en particular, o las eventuales situaciones de crisis financiera que pueda sufrir un partícipe de un sistema de pagos o de un sistema de compensación y liquidación de valores, afecte el funcionamiento eficiente y continuo de tales sistemas y contagiarse a otros miembros de los mismos o del mercados. A raíz de ello, el principio de firmeza ha formado parte central de la regulación financiera de las naciones más desarrolladas así como también de las entidades encargadas de la supervisión del sistema financiero²⁷.

²⁵ Ese es el vocabulario utilizado en la Directiva 98/26/CE de 19/05/1998, en su versión en español sobre la firmeza de la liquidación en los sistemas de pagos y de liquidación de valores. Si bien el principio de firmeza no se encontraba expresamente reconocido en nuestra legislación, las transferencias de valores efectuadas al amparo de la ley N° 18.876 podían obtener una protección análoga aunque parcial, puesto que solo opera una vez que la liquidación de valores ha tenido lugar y con cierta incertidumbre respecto a la protección frente a los efectos retroactivos de las acciones concursales.

²⁶ La redacción de este principio es relativamente más compleja en la ley chilena respecto a lo observado en el derecho comparado por dos motivos. En primer lugar, para no afectar las facultades constitucionales del Poder Judicial chileno, se optó por no redactar que las órdenes de compensación o sus resultados no podrían ser declaradas nulas o dejadas sin efecto (redacción utilizada en otras jurisdicciones) sino que se indicó que la nulidad sí podría declararse pero no tendría el efecto de revertirlas. Por otra parte, la redacción de este principio es amplia, recogiendo tanto expresiones genéricas como casos individuales de posible ineficacia de un acto jurídico, para garantizar así que la redacción es lo suficientemente clara y comprensiva, con el objeto de evitar cualquier interpretación o resquicio que pudiera afectar el principio de firmeza.

²⁷ Así, es el pilar de la Directiva 98/26/CE ya mencionada, la que ha sido implementada en todos los países miembros de la Unión Europea. Asimismo, el principio ya ha sido incorporado en varias legislaciones latinoamericanas tales como Colombia, Perú, México, Panamá y Brasil, entre otros.

Este principio tiene dos aspectos. Por un lado se encuentra la firmeza frente a las propias partes de la transacción, quienes no podrán dejar sin efecto unilateralmente ni de mutuo acuerdo las transacciones que son ingresadas y aceptadas por un sistema²⁸. Por otra parte, la firmeza también se aplica frente a todos los terceros, sean administradores de los sistemas, jueces, síndicos, etc., quienes no podrán dejar sin efecto por ningún motivo y en ninguna de las etapas del proceso de compensación y liquidación, las órdenes de compensación aceptadas. Es decir, las órdenes aceptadas no podrán ser revocadas y los resultados de la compensación y liquidación no podrán ser reversados²⁹.

La firmeza es fundamental para que el cálculo de la compensación sea definitivo, ya que permite hacer compensaciones multilaterales, que tienden a reducir los saldos a liquidar. Si se pudieran anular o modificar transacciones, los saldos finales a liquidar por cada partícipe podrían cambiar y afectar a terceros que hayan operado sobre ellos después. Por lo tanto, la firmeza de las obligaciones derivadas de las órdenes de compensación es esencial para el buen funcionamiento del sistema de compensación y liquidación, principalmente si se trata de una contraparte central, ya que esta debe garantizar el buen término de las operaciones. Lo mismo sucedería en el caso de que se revirtieran operaciones ya liquidadas, puesto que el riesgo de verse obligado a deshacer algunas de las transacciones efectuadas posteriormente con los mismos valores o dineros introduciría un elemento de inseguridad tan grave que sería un gran disuasorio para los inversionistas y perjudicaría al mercado³⁰.

Dado que el reconocimiento legal del principio de firmeza supone que las órdenes de compensación aceptadas por el sistema son legalmente exigibles y vinculantes tanto respecto de las partes como de terceros, importando la abolición de los efectos retroactivos propios de cualquier procedimiento que busque la ineficacia del acto, la aplicación de este principio requiere una determinación fehaciente del momento a partir del cual se entiende que una tran-

²⁸ Estos sistemas cuentan en la práctica con mecanismos para verificar las condiciones de la negociación (precio, cantidad y términos de entrega) antes de ser aceptadas, ya que desde ese momento las órdenes de compensación y las transacciones a que estas dieren lugar serán irrevocables. La aceptación de órdenes por parte de los sistemas deberá ser a más tardar al final del día en que se haya efectuado la negociación.

²⁹ Si bien la regla general es que se debe evitar la anulación de órdenes bajo cualquier motivo, la ley permite que en las normas de funcionamiento se establezcan previamente los casos y las condiciones excepcionales que permitirían a las partes resciliar o modificar de mutuo acuerdo una transacción. La aprobación de las normas por parte del Banco Central y por la Superintendencia de Valores permiten verificar que estos casos y condiciones sean realmente excepcionales y no impliquen mayores riesgos operacionales o sistémicos.

³⁰ Una situación problemática similar a la descrita se produjo con ocasión del caso Inverlink. En esa oportunidad el presidente Ricardo Lagos, refiriéndose a los instrumentos financieros sustraídos a CORFO, señaló que tal como un jarrón que es robado, al ser encontrados deberían devolverse a sus dueños. Esta declaración fue interpretada por el mercado como un cuestionamiento o directamente negación del principio de firmeza de las operaciones. Ante un caso similar al mencionado, los artículos 24 y 25 de la ley 20.345 impiden que se reversen las transacciones sobre estos instrumentos con objeto de devolver los instrumentos sustraídos a sus dueños, sin perjuicio de que se exija la indemnización por los daños ocasionados. La lógica detrás de esto es que los instrumentos financieros son activos genéricos o fungibles, y en consecuencia no es necesario que la normativa los trate como especies.

sacción acordada en el mercado de valores pasa a considerarse como firme frente a las partes y a todos los terceros. La ley reconoce que la firmeza comienza a partir del momento de la aceptación de las órdenes por parte de los sistemas³¹.

El reconocimiento del principio de firmeza en caso de quiebra es el cambio más relevante introducido por esta ley, o al menos el más revolucionario en nuestro derecho, en el cual hasta la fecha se ha privilegiado la *par conditio creditorum*. Sin embargo, la aplicación del principio de firmeza no necesariamente implica una merma en las posiciones de quienes estuvieran interesados en buscar la ineficacia de la transacción (principalmente los acreedores de las partes), porque pueden dirigirse contra el resultado de la compensación y liquidación. Es decir, quien pretendía anular una venta de acciones o embargar acciones cuya venta se estaba compensando para cobrarse una deuda con un partícipe, puede ejercer sus derechos sobre el dinero recibido por la venta; o a la inversa, quien estaba interesado en el dinero puede dirigirse contra las acciones. Como los instrumentos financieros son bienes fungibles, ese cambio no sería lesivo para el acreedor, salvo si hay volatilidad en el precio de los instrumentos financieros. Para ese posible perjuicio, los afectados por la transacción declarada firme poseen el derecho de ejercer las acciones para resarcirse de los posibles daños que se les haya ocasionado. Por lo tanto, los acreedores recibirán el saldo neto que le corresponda a dicho partícipe, sea en títulos o en dinero, al final del ciclo de liquidación y podrán también demandar las indemnizaciones correspondientes³².

B. *Reconocimiento de la compensación bilateral y multilateral*

La ley N° 20.345 establece un régimen que permite tanto el *neteo de obligaciones* en caso de insolvencia, como el *neteo por novación* y *neteo multilateral*, este último de especial relevancia para la operación de entidades de contraparte central.

En la literatura relacionada con las transacciones de los mercados financieros se señalan dos aspectos legales fundamentales que deben estar presentes: la posibilidad de compensar bajo hipótesis de insolvencia (*close-out netting*), como una herramienta fundamental de administración de riesgos sistémicos, y la eficacia de la compensación establecida en cláusulas de terminación anticipada (*settlement netting*)³³.

Recordemos que en muchas jurisdicciones la compensación es una institución jurídica que constituye un modo de extinguir obligaciones, el que opera cuando dos personas son

³¹ El momento exacto a partir del cual las órdenes se consideran aceptadas se determinará en las normas de funcionamiento. Sin embargo, se establece que la aceptación debe tener lugar a más tardar al final del día de la liquidación.

³² En los artículos 24 y 25 de la ley N° 20.245 se reconocen expresamente ambos efectos compensatorios del principio de firmeza.

³³ En esta sección incluimos los vocablos en inglés para facilitar la referencia de los conceptos en la literatura.

deudoras y acreedoras entre sí, produciéndose la extinción de las obligaciones hasta el monto de la menor, en caso de producirse ciertas condiciones que varían entre las distintas familias legales. La compensación como institución jurídica presenta diferencias profundas de regulación en el derecho comparado. Dicho tratamiento diverso se debe a que la compensación es algo más que un mero modo de extinguir obligaciones, ya que constituye una suerte de *superpreferencia* para el acreedor del mayor valor, toda vez que en caso de insolvencia puede reducir su exposición al riesgo de crédito sin necesidad de contar con cauciones reales del deudor. Por otra parte, en circunstancias distintas a la insolvencia, constituye un modo normal de cumplimiento de las obligaciones. Así, en las tradiciones legales franco-latinas, incluida la nuestra, la compensación en general opera automáticamente por el solo ministerio de la ley, una vez que se han reunido sus requisitos de operación. No obstante, en caso de quiebra de una de las partes, su aplicación es limitada o incluso abolida. Se fundamenta dicha limitación o prohibición en el posible desvío de patrimonio del fallido en perjuicio de la masa de acreedores.

En las tradiciones legales anglosajonas, en cambio, la compensación (*set-off*) solo opera excepcionalmente, cuando ha sido expresamente prevista y regulada contractualmente por las partes. Es decir, en caso que deudor y acreedor lo sean recíprocamente en distintas obligaciones, no se produce una reducción automática del saldo, a no ser que ellos expresamente lo hayan pactado por contrato. Pero en tal caso, una vez declarada la quiebra, su aplicación es permitida o incluso ordenada legalmente.

En los mercados anglosajones, los agentes financieros suelen acordar contratos-marco estandarizados que regulan las operaciones que celebran en múltiples oportunidades y contemplan cláusulas tanto de *close-out netting* (neteo en casos de insolvencia de una de las partes) como de *settlement netting* (neteo en caso de terminación normal o acelerada de un contrato marco estandarizado). Dentro de las jurisdicciones franco-latinas tradicionales, la aplicación de cláusulas como las señaladas no resulta plenamente posible, dado que la ley establece qué requisitos son necesarios y cuándo opera, y típicamente estas legislaciones prohíben la aplicación de la compensación en caso de quiebra y respecto de obligaciones aceleradas por la declaración de quiebra. De tal modo, el neteo bajo esas hipótesis resulta prohibido.

Dadas las ventajas que tiene la aplicación del neteo de obligaciones financieras, paulatinamente se ha extendido en los mercados internacionales la adopción de normas que permitan el neteo a partir de la declaración de quiebra, incluso en jurisdicciones tradicionalmente calificadas como franco-latinas, como Francia, España o Luxemburgo, entre otras. Las disposiciones presentes en la ley N° 20.345 tienen el mismo objetivo.

En cuanto al neteo por novación, este se define como el reemplazo de dos o más obligaciones pendientes de ejecución por una única obligación representativa del saldo neto, la que será cumplida en una fecha futura que se conviene. Los acuerdos de neteo por novación son muy comunes en operaciones con instrumentos derivados financieros o de compraventa

de divisas actualmente no exigibles y realizadas bajo contratos marco, por el cual cada nueva operación o contrato es automáticamente consolidada con las ya existentes para producir un nuevo contrato (por novación), dando lugar a una nueva y única obligación.

En la legislación nacional, la figura del neteo de operaciones o contratos aparecía como algo intermedio entre la compensación y la novación. No obstante, su reconocimiento y certidumbre legal aparecía como necesario en el ámbito específico de la compensación de valores y, en especial, respecto de las entidades de contraparte central para poder compensar derivados financieros³⁴. La ley establece específicamente este tipo de compensación al definir el objeto de las entidades de contraparte central³⁵.

C. *Protección de las garantías*

Además de lo anterior, para el correcto funcionamiento de la cámara se requiere que los valores que han sido entregados como garantía por los partícipes de la cámara o entidad de contraparte central estén protegidos y no puedan ser embargados o requeridos hasta que haya finalizado el ciclo de liquidación. Para esto la ley dispone de una protección para las garantías durante el plazo en que estas estén destinadas a cubrir riesgos en los sistemas.

De esta forma, se establece que los bienes entregados en garantía por los partícipes, o que integren fondos de garantía o fondos de reserva, constituirán patrimonios de afectación para la garantía de tales obligaciones y no serán susceptibles de reivindicación, embargo, medida prejudicial o precautoria u otras limitaciones al dominio por causa alguna, ni podrán estar sujetos a otros gravámenes o prohibiciones que los establecidos por las normas de funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación. La ley señala expresamente que las garantías no serán consideradas para ningún efecto como cauciones prendarias³⁶.

Considerando la celeridad propia de los mercados financieros, la ley también flexibiliza la constitución de las garantías, en especial cuando se trata de garantías sobre valores desmaterializados y anotados en cuenta, permitiendo mayor agilidad al momento de constitución. Adicionalmente, se dispone que estas garantías sean realizadas extrajudicialmente, en la forma

³⁴ De hecho, nuestra legislación así lo había reconocido en el artículo 157 de la ley 18.045, sobre mercado de valores, respecto de las cámaras de compensación de instrumentos derivados, derogado por la ley 20.245 por ser un marco legal incompleto. Compartimos el comentario del profesor Max Spiess, efectuado durante la presentación de este artículo, referido a la importancia de analizar en futuras investigaciones la calidad jurídica de la compensación y la novación en este contexto y la posibilidad de que puedan entenderse no como una modalidad de extinguir obligaciones sino como una forma de transferir el dominio de los valores.

³⁵ La función y responsabilidades que adquiere una cámara de compensación son más acotadas y menores que las asumidas por una contraparte central. Por esta razón, bajo el entendido del que puede lo más puede lo menos, la ley considera además la posibilidad de que las contrapartes centrales provean el servicio de compensación sin asumir como contrapartes centrales y sin constituir una nueva sociedad anónima separada de la anterior.

³⁶ Una futura línea de investigación podría enfocarse a categorizar este tipo de garantía mobiliaria.

y casos que se determinarán en las normas de funcionamiento de los sistemas, de forma de generar la mayor rapidez posible en el cumplimiento de las obligaciones garantizadas.

D. *Régimen legal para los préstamos de valores*

Para el correcto funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación, es necesario un régimen legal que permita el establecimiento y desarrollo del préstamo de valores como una forma de reducir el riesgo de transferencias no cumplidas por los partícipes del sistema.

La inexistencia del préstamo de valores o su existencia meramente informal constituye un déficit del mercado local desde la perspectiva del manejo de riesgos de los sistemas de pagos y de liquidación. En efecto, instancias eficientes y seguras de préstamo de valores permiten reducir riesgos de contraparte en la liquidación, así como de liquidez. Ello es especialmente relevante para el correcto funcionamiento de las entidades de contraparte central, ya que en caso de un incumplimiento de un partícipe, esta entidad necesita buscar un instrumento en el mercado y disponer de él en el momento oportuno, toda vez que la entrega no ocurre en forma inmediata una vez que se produce una transacción. Para resolver este problema normalmente los sistemas gestionan préstamos de valores.

Desde el punto de vista financiero, el préstamo de valores es la *transferencia temporal garantizada de valores*, ya que esos son sus efectos legales. Operacionalmente, se trata de una práctica de mercado por la cual determinados valores son transferidos temporalmente por su dueño a un tercero, quien se obliga a restituir igual cantidad y calidad de valores en un plazo determinado (o incluso a la vista), servicio por el cual se puede exigir una prima.

Legalmente, el uso de la palabra *préstamo* puede llevar a confusión, ya que en este tipo de transacciones hay una transferencia definitiva de propiedad, y no la entrega de la mera tenencia de los mismos. Es decir, el prestatario de los valores, al recibir los valores, lo hará como propietario, obligándose para con el prestamista, a restituir el mismo número y tipo de valores prestados.

En nuestro derecho, el préstamo de valores no era una actividad regulada por la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores o por la Ley N° 18.876 de Depósito y Custodia de Valores. No obstante, algunos cuerpos legales autorizan su celebración a algunos agentes del mercado: fondos mutuos y fondos de inversión. Por tanto, desde una perspectiva puramente civil, y atendida la naturaleza jurídica de los valores, el préstamo de valores constituía un mutuo o préstamo de consumo, regido por el Título XXXI del Libro IV del Código Civil (artículos 2196 y siguientes), pudiendo regularse sus efectos particulares por vía contractual pero sin operar sobre una base legal relativamente cierta y predecible. Asimismo, desde una perspectiva fáctica, el mercado nacional carece de un mercado formal y público de préstamo de valores, si bien no puede descartarse que informalmente los participantes del mercado los efectúen.

No obstante lo anterior, al examinar la legislación comparada, puede observarse que jurisdicciones de tradición semejante a la chilena han optado por una regulación específica de esta actividad. La ley N° 20.345 incluye una definición de préstamo de valores y la normativa para que las cámaras de compensación o entidades de contraparte central o las empresas de depósitos de valores establezcan sistemas de préstamo de valores. Ello se debe a la necesidad de estandarizar los procedimientos y normas aplicables, con la perspectiva de asegurar certeza jurídica respecto al tratamiento legal de este tipo de negocios³⁷.

4. IMPLICANCIAS PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES

4.1. EFECTOS ESPERABLES EN NUESTRO PAÍS

El funcionamiento de sistemas de compensación y liquidación al amparo de la nueva ley debiera tener varias implicancias para el desarrollo del mercado de capitales local. Un primer impacto tiene relación con la disminución de los riesgos de crédito, de contraparte y de los originados en incertidumbres legales, lo cual es un requisito imprescindible para que los inversionistas extranjeros participen en el mercado local. Por ejemplo, muchos fondos de inversión extranjeros, en especial los de pensiones, tienen reglas de exposición a riesgo de contraparte, los que se reducirían gracias al neteo efectuado por estos sistemas.

Una entidad de contraparte central operando localmente será un importante impulso para el desarrollo del mercado local de derivados financieros. La reducción del riesgo de contraparte permitirá que nuevos actores participen de este mercado como oferentes y demandantes de estos instrumentos. Asimismo, la reducción de riesgos y el ingreso de más participantes debieran disminuir los costos de tales instrumentos y aumentar los tipos de contratos ofrecidos en el mercado³⁸.

Aunque la ley no se pronuncia al respecto, es probable que se produzca una especialización en las funciones que hoy cumplen los intermediarios de valores y que algunos actores del mercado se especialicen en la transacción de los instrumentos financieros y subcontraten la labor postransaccional a otra empresa de intermediación que sea partícipe del sistema. En otros países se observan empresas especializadas, denominadas *agentes liquidadores*, cuyo servicio es ser partícipes de los sistemas de compensación y liquidación, y entregar las garantías necesarias para respaldar las operaciones realizadas por otros intermediarios.

³⁷ Es del caso mencionar que el Título VII de la ley 20.345 regula el préstamo de valores exclusivamente en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, a pesar del uso de esta en otros contextos, tales como el mercado monetario.

³⁸ Es necesario señalar que se requiere aún superar ciertas inconsistencias y vacíos existentes en la tributación de instrumentos derivados que también inhiben su desarrollo. El pasado 8 de septiembre de 2010, el Gobierno envió al Congreso un proyecto de ley en ese sentido (boletín N° 7194-05).

Finalmente, las disposiciones que norman el establecimiento de un sistema de préstamo de valores permitirán a los partícipes del mercado desarrollar un nuevo negocio que hasta el momento era informal y por tanto estaba subdesarrollado.

4.2. RECIENTES MODIFICACIONES LEGALES EN EE.UU. VINCULADAS A LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

La discusión regulatoria que se ha producido, tanto en Estados Unidos como en Europa, tras la reciente crisis financiera internacional, y motivada por la misma, ha destacado la importancia de los sistemas de compensación y liquidación, en particular de las entidades de contraparte central, como una forma efectiva de mitigar los riesgos de contraparte y en definitiva del riesgo sistémico. Las transacciones bilaterales que caracterizan la gran mayoría de los derivados que se transan fuera de bolsa (OTC u *over the counter*), en particular los llamados *credit default swaps* (CDS), han sido señalados como una de las principales causas de la gravedad y de la expansión global de esta crisis, y se vinculan con los mayores problemas de identificación y administración de riesgos de contraparte durante una crisis³⁹.

Es por este motivo que la reforma financiera aprobada en Estados Unidos a fines de julio de 2010 incluye tres importantes cambios relacionados a los sistemas posttransaccionales. El primero es la obligación de que todas las transacciones sobre derivados sean debidamente contabilizadas en un registro, con el objeto de tener un adecuado conocimiento de los riesgos que son asumidos en el sistema financiero⁴⁰. El segundo cambio obliga a que todas las transacciones sobre derivados en los que ambos partícipes sean instituciones financieras deban ser ingresadas a un sistema de compensación y liquidación. Esta modificación busca reducir los riesgos de crédito y de contraparte al aprovechar el neteo efectuado por estos sistemas. Ambos cambios, que también tienen amplio apoyo en la Unión Europea, podrían ser adecuados al mercado chileno para reducir el riesgo sistémico, lo cual es parte del mandato del Banco Central de Chile, y podrían ayudar a desarrollar el mercado local al contribuir a la mejor gestión de riesgos y a la formación de precios.

En tercer lugar, la mencionada reforma otorgó la facultad a la Reserva Federal de Estados Unidos, el equivalente al Banco Central de Chile, a que pueda entregar facilidades de financiamiento a los sistemas de compensación y liquidación. La idea es permitir que la

³⁹ En un reciente artículo, v. CHANDER, Anupam y COSTA, Randall. "Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence", en: *Chicago Journal of International Law*, Vol. 10 N°2. Chicago, Estados Unidos: The University of Chicago, School of Law, 2010, abordan, desde la perspectiva del Derecho, los problemas que presentaron los CDS en la crisis financiera y las soluciones normativas discutidas en EE.UU. y en Europa. v. CECCHETTI, Stephen, *et al.* "Central counterparties for over-the-counter derivatives" en: *BIS Quarterly Review*, pp. 45-58. Basilea, Suiza, 2009. explican desde la perspectiva financiera cómo las entidades de contraparte central en mercados OTC mejoran la resiliencia del sistema financiero.

⁴⁰ La Securities and Exchange Commission (SEC) y la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) disponen hasta julio de 2011 para emitir la nueva para las operaciones con derivados financieros.

autoridad monetaria provea liquidez a los sistemas en casos de estrés financiero, cuando por ejemplo los sistemas enfrenten mercados sin transacciones y ello les impida obtener liquidez o enajenar títulos para poder cumplir con sus obligaciones de pago. La mencionada modificación en EE.UU. y la experiencia reciente en eventos de estrés sugiere revisar las disposiciones de la ley N° 20.345 que impiden al Banco Central de Chile entregar facilidades de financiamiento a estos sistemas.

5. COMENTARIOS FINALES

La aprobación de la nueva ley sobre sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, y el reciente comienzo de operaciones de la primera entidad de contraparte central, vienen a subsanar una carencia del marco legal y la infraestructura del sistema financiero chileno. Estos avances han sido bien recibidos por organismos internacionales como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y la OCDE.

El salto cualitativo logrado al completar la infraestructura del sistema financiero, cumpliendo los mejores estándares internacionales, permitirá profundizar el desarrollo del mercado financiero local. Los cambios introducidos por el nuevo marco legal hacen esperar que en particular se observe un aumento en la oferta de derivados financieros y un incremento en el apetito de inversionistas internacionales que cuestionaban la incertidumbre de la antigua normativa.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BANCO DE PAGOS INTERNACIONALES. *Recommendations for securities settlement systems*. <En línea> CPSS Publications No 46. 2001. [Consulta en noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <<http://www.bis.org/publ/cps46.htm>>
- _____. *Recommendations for central counterparties*. CPSS Publications No 64. 2004. <En línea> [Consulta en noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <<http://www.bis.org/publ/cps64.htm>>
- BANCO CENTRAL EUROPEO. *Standards for Securities Clearing and Settlement in the European Union*. 2004. <En línea> [Consulta en noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/escb-cesr-standardssecurities2004en.pdf>>
- BLISS, R. y PAPATHANASSIOU, C. *Derivatives clearing, central counterparties and novation: The economic implications*. Mimeo, 2006.
- BORNET, Jean-Pierre y VAUPLANE, Hubert de. *Droit des marchés financiers*. Paris, Francia: Editorial. Litec, 2001.
- CECCHETTI, Stephen, *et al.* "Central counterparties for over-the-counter derivatives" en: *BIS Quarterly Review*, pp. 45-58. Basilea, Suiza, 2009.
- CELADOR, Leticia y BUSTOS, Sebastián. "Ley sobre sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros". En: *Regulaciones en el mercado de Valores: Análisis de instituciones y nuevas tendencias*. Santiago, Chile: Editorial Libromar, 2010.

- CHANDER, Anupam y COSTA, Randall. "Clearing Credit Default Swaps: A Case Study in Global Legal Convergence", en: *Chicago Journal of International Law*, Vol. 10 N°2. Chicago, Estados Unidos: The University of Chicago, School of Law, 2010.
- DUFFIE, Darrell y ZHU, Haoxiang. Does a Central Clearing Counterparty Reduce Counterparty Risk <En línea>. Mimeo, Universidad de Stanford, 2009. [Consulta en noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <<http://ssrn.com/abstract=1348343>>.
- EVANOFF, Douglas; *et al.* "Policymakers, researchers, and practitioners discuss the role of central counterparties", en: *Economic Perspectives*, 4th Quarter, 2006.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL. Financial Stability Assessment (FSAP) –Chile, <En línea> 2004. [Consulta en noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2004/cr04269.pdf>>
- HELLER, Daniel. "Central counterparties for OTC derivatives: Neither panacea nor placebo", en: *Journal of Securities Operations & Custody*, vol. 2 N° 4. Londres, Reino Unido: Henry Stewart Publication, 2010.
- RUSSO, Daniela, *et al.* Governance of securities clearing and settlement systems. <En Línea> Occasional Paper Series, No 21, October 2004. Mimeo. [Consulta en noviembre de 2010]. Disponible en World Wide Web: <<http://www.ecb.int/pub/pdf/scpops/ecbocp21.pdf>>
- STEIGERWALD, Robert y JOHNSON, Christian. "The Financial Services Lawyer's Bookshelf: A Selected Bibliography of Payment, Clearing and Settlement Resources" en: *Journal of Payment Systems Law*, vol. 2, N° 6. Estados Unidos, 2006.
- URÍA, Francisco. *Régimen Jurídico mercados de valores y de instituciones inversión colectiva*. Madrid, España: Editorial La Ley, 2006.
- URETA, Juan Carlos. "Registro, compensación y liquidación de valores". En: *Régimen Jurídico mercados de valores y de instituciones inversión colectiva*. Madrid, España: Editorial La Ley, 2006.