



COMISIÓN
PARA EL MERCADO
FINANCIERO

PROYECTO NORMATIVO

Participantes de Sis- temas de Compensa- ción y Liquidación

Marzo 2020

www.cmfchile.cl



Proyecto Normativo

Participantes de Sistemas de Compensación y Liquidación

Marzo 2020

CONTENIDO

1.	Introducción	4
2.	Estudios, Principios y Recomendaciones Internacionales	4
3.	Jurisdicciones Extranjeras	5
4.	Marco Regulatorio Vigente.....	6
5.	Propuesta Normativa	6
6.	Análisis de Impacto	7
7.	Contribuciones al Proceso Consultivo	8

1. Introducción

Los sistemas de compensación y liquidación de operaciones, son parte fundamental de la infraestructura del mercado financiero, por el rol que juegan en la seguridad y velocidad de ese mercado.

Un sistema robusto permite generar eficiencias al reducir los riesgos de principal, mediante mecanismos que garantizan la existencia de un modelo de entrega contra pago efectivo ("true DvP"), y el riesgo de costo de reemplazo con un adecuado manejo de colaterales y programas de préstamos de valores, entre otros.

A su vez, en el caso de liquidación de un número elevado de operaciones celebradas entre múltiples contrapartes, permite disminuir tanto los costos de transacción, mediante procesos de neteo de obligaciones, como el riesgo de crédito, mediante la novación de las mismas.

En la medida que se permite el acceso a esos sistemas a un mayor número de participantes, y las exigencias de acceso a esos sistemas es adecuada, equitativa y transparente, los beneficios antes descritos se incrementan. Ello, principalmente, puesto que se reducen las presiones de liquidez y exigencias de capital a quienes intermedian las operaciones que se liquidarán a través de tales sistemas, y se permite al propio administrador del sistema gestionar directamente el riesgo inherente a las operaciones que a través de aquél se liquidan.

De conformidad con lo señalado en el artículo 21 de la Ley N° 20.345, solo pueden ser participantes de los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros aquellas entidades señaladas expresamente en dicho artículo y las demás personas jurídicas autorizadas mediante normativa de la Comisión. Esto es, los agentes de valores, corredores de bolsas de valores, bancos, los corredores de bolsas de productos y las bolsas de valores¹.

Debido a que los inversionistas institucionales, por el giro principal que realizan (inversiones financieras o en activos financieros, con fondos de terceros) y la relevancia que tienen en el mercado en términos del volumen de transacciones que efectúan², pueden generar fuertes presiones de liquidez y capital en los intermediarios de valores, y que, el que accedan directamente al sistema, puede derivar en una mejor gestión de riesgos por parte de las administradoras de esos sistemas de compensación y liquidación de operaciones, la presente propuesta normativa tiene por objetivo ampliar esa autorización, para permitir que ese tipo de inversionistas puedan ingresar de manera directa sus órdenes de compensación y liquidación a esos sistemas.

A su vez, al no requerir la intervención de un tercero, se espera que esos inversionistas puedan disminuir sus costos de transacción y que, tanto esos inversionistas como la propia administradora del sistema de compensación y liquidación, puedan realizar una mejor gestión de las garantías exigidas para participar en ese sistema.

2. Estudios, Principios y Recomendaciones Internacionales

De la revisión de los principios y recomendaciones emanados de la Organización Internacional de Reguladores de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés) y del "Bank for International Settlements" (BIS), se puede observar que esos organismos internacionales a lo largo del

¹ La Comisión autorizó a las bolsas de valores mediante Norma de Carácter General (NCG) N°293 de 2010.

² Ver la letra e) del artículo 4°Bis de la ley N°18.045, de Mercado de Valores.

tiempo si bien han mantenido los principios generales que deben guiar la regulación de los sistemas de compensación y liquidación, han ido cambiando el tenor y foco de sus recomendaciones.

Hacia principios de los años 2000, dichos organismos recomendaban que tanto el marco jurídico como en los procesos de aprobación de las normas de funcionamiento de esas entidades se contemplaran exigencias explícitas que establecieran los requisitos de acceso a los participantes del sistema, con un foco en la solvencia de esos participantes, aunque reconociendo que tales exigencias debían ser objetivas y planteando la necesidad de evitar que con esas medidas se concentrara el acceso en pocos participantes³.

Posteriormente, tales recomendaciones fueron orientándose más bien a las exigencias que debían cumplir las propias administradoras de los sistemas, para mejorar su resiliencia y fortalecer su continuidad financiera y operacional y, con ello, disminuir el riesgo sistémico inherente a algunas de esas entidades que forman parte de la infraestructura del mercado financiero⁴.

En cuanto a los requisitos de acceso, en las últimas recomendaciones el foco está centrado en el rol que compete a esas entidades en la verificación de la calidad de la gestión de riesgos de sus participantes, más que en recomendar restricciones al acceso de los mismos. Más aún, se mantiene y refuerza la recomendación en cuanto a que se garantice el acceso de distintos participantes. En particular, en el principio 18 de los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero, se recomienda que la administradora del sistema cuente con criterios de participación objetivos, basados en el riesgo de las entidades, y que esos criterios sean difundidos públicamente, para garantizar un acceso justo y abierto al sistema.

3. Jurisdicciones Extranjeras

En el caso de Colombia, la definición de participantes considerada en el Decreto único 2555 es amplia e incluye a todas las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC). El artículo 2.12.1.1.3 del decreto citado, autoriza a participar de manera directa en los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores a las personas jurídicas que cumplan con los requisitos que al efecto establezca el sistema en su reglamento, “siempre que se trate de entidades vigiladas por la *Superintendencia Financiera de Colombia*, entidades públicas que estén legamente facultadas para utilizar sistemas de negociación para realizar sus operaciones de tesorería, entidades del exterior que desarrollen actividades en el sistema de compensación y liquidación de pagos y de valores del respectivo país, así como los organismos internacionales y los bancos centrales del exterior”.

En España, solo pueden ser miembros de las Entidades de Contraparte Central (“ECC”) las empresas de servicios de inversión autorizadas (ESI), entidades de crédito españolas (EC) y, en el caso de ESI y EC extranjeras, aquellas que cumplan con los requisitos establecidos en la legislación, que básicamente requiere contar con la aprobación del regulador competente (artículo 109 de la Ley de Mercado de Valores española LMVE). Las ESI (que se definen el artículo 138 de la LMVE) incluyen a: agentes de valores, sociedades gestoras de cartera, empresas de asesoramiento financiero, entidades de crédito, entre otras. Además, pueden ser miembros

³ Ver “Recommendations for Central Counterparties”, Committee on Payment and Settlement Systems (BIS) & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, Noviembre 2004.

⁴ Ver “Principles for financial market infrastructures: Assessment methodology for the oversight expectations applicable to critical service providers” de Dic.2014, y “Principles for financial market infrastructures: disclosure framework and assessment methodology” de Dic. de 2012; Committee on Payments and Market Infrastructures (BIS) & Board of the International Organization of Securities Commissions.

(participantes) de las entidades de contraparte central “el Banco de España y otras entidades residentes o no residentes que realicen actividades análogas en los términos y con las limitaciones que se prevean reglamentariamente y en el propio reglamento interno de la entidad de contrapartida central”. Con todo, la aprobación de una entidad como miembro de una ECC queda sujeto a la aprobación del regulador (Comisión Nacional del Mercado de Valores, “CNMV”).

Por su parte, la Ley del Mercado de Valores mexicana (LMVM) establece que solo pueden ser participantes de los sistemas de compensación las personas autorizadas en su marco legal a prestar servicios de intermediación en el mercado de valores (casas de bolsa, instituciones de crédito y otras sociedades que administran recursos de terceros), siempre que sean socios de la entidad de contraparte central.

En Perú, pueden ser participantes de las instituciones de compensación y liquidación de valores (ICLV), “los agentes de intermediación, las empresas bancarias y financieras, las compañías de seguros y reaseguros, las sociedades administradoras, las sociedades administradoras de fondos de inversión y las administradoras de fondos de pensiones”. También pueden ser participantes “otras personas nacionales o extranjeras” que señale el regulador mediante normativa (artículo 224 de la Ley de Mercado de Valores peruana), entre los que se encuentran: entidades de contraparte central constituidas en el exterior, organismos gubernamentales como el Banco Central de Perú, entidades de crédito, entidades de valores, entidades de inversión y entidades de seguros.

4. Marco Regulatorio Vigente

El artículo 21 de la Ley N°20.345 establece que *“Podrán ser participantes de estos sistemas los agentes de valores, corredores de bolsas de valores, corredores de bolsas de productos, bancos y demás personas que autorice la Superintendencia a través de normas de carácter general”*. Al respecto, el año 2010 la CMF dictó la Norma de Carácter General N°293 autorizando a las bolsas de valores a ser participantes de los sistemas regulados por la Ley N° 20.345.

En consecuencia, actualmente pueden ser participantes de los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros las siguientes entidades:

1. Agentes de Valores
2. Corredores de bolsa de valores
3. Corredores de bolsa de productos
4. Bancos
5. Bolsas de valores

Cualquier otra entidad que deba compensar o liquidar órdenes en el sistema debe hacerlo por medio de alguna de estas 5 entidades autorizadas.

5. Propuesta Normativa

En línea con lo observado en las recomendaciones internacionales y en las regulaciones de algunas de las jurisdicciones analizadas, la propuesta normativa tiene por objetivo permitir a los inversionistas institucionales acceder directamente y en calidad de participantes de los sistemas de compensación y liquidación de operaciones con instrumentos financieros.

En tal sentido, quienes, conforme al artículo 4 bis letra e) de la Ley N° 18.045 y la NCG N° 410 de 2016, sean considerados inversionistas institucionales, podrán acceder como participantes de los sistemas regulados por la Ley N°20.345. Esto es:

Inversionistas institucionales	
Artículo 4 bis letra e) Ley N° 18.045	Norma de Carácter General N° 410
<ol style="list-style-type: none"> 1. Bancos 2. Sociedades financieras 3. Compañías de seguros 4. Entidades nacionales de reaseguro 5. Administradoras de fondos autorizados por ley 6. Otros que determine la CMF (NCG N°410) 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Bancos e instituciones financieras extranjeras. 2. Compañías de seguros y reaseguradoras extranjeras. 3. Fondos o u otros vehículos de inversión colectiva extranjeros que cumplan con ciertas condiciones de fiscalización. 4. Fondos privados de la ley 20.712 (aportantes con participación relevante) 5. Administradores de Cartera que administren volúmenes relevantes. 6. Entidades gubernamentales o estatales y los fondos soberanos, autorizados para invertir en instrumentos financieros. 7. Organismos multilaterales, supranacionales o entidades creadas por varios estados cuyos recursos tengan por destino promover el desarrollo de los mercados de capitales.

Texto de la propuesta normativa

“

NORMA DE CARÁCTER GENERAL N°

Esta Comisión, en uso de las facultades que le confieren el numeral 1 del artículo 5 y el numeral 3 del artículo 20, todos del Decreto Ley N°3.538; en el artículo 21 de la Ley N° 20.345 de 2009; y, lo acordado por el Consejo de la Comisión en sesión [ordinaria][extraordinaria] N°[XXX] de [fecha], ha estimado pertinente impartir las siguientes instrucciones:

Autorízase a las personas jurídicas que tengan la calidad de inversionistas institucionales conforme lo dispuesto en la letra e) del artículo 4 bis de la Ley N° 18.045 a que sean participantes de los Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros regulados por la ley N° 20.345.

VIGENCIA

La presente normativa rige a contar de esta fecha.”

6. Análisis de Impacto

Teniendo en consideración que la propuesta normativa busca permitir a ciertas entidades el acceso directo a los sistemas de compensación y liquidación, y que fue el propio legislador quien limitó ese acceso a ciertos participantes (que, presumiblemente, contarían con las condiciones mínimas necesarias para ingresar las órdenes de compensación, propias o de terceros, sin que con ello se comprometiera la estabilidad y continuidad financiera y operacional del sistema), al ampliar el tipo de entidades que pueden acceder a éste se podrían estar introduciendo riesgos adicionales al sistema.

No obstante, ese riesgo estaría adecuadamente mitigado, ya que es la Comisión la que por ley puede establecer los requisitos y estándares mínimos que deben cumplir los participantes de esos sistemas (actualmente contemplados en la NCG N°256). Además, corresponde a la CMF, previo acuerdo favorable del Banco Central de Chile, aprobar las exigencias que las propias

administradoras de sistemas de compensación y liquidación establezcan en sus normas de funcionamiento para otorgar el acceso a sus sistemas (de manera objetiva y sin afectar la competencia).

A su vez, si se tiene en consideración que la autorización está dirigida a inversionistas institucionales y que ese tipo de agentes suelen, por su propia naturaleza, realizar un elevado número de operaciones y de montos significativos para el mercado local, la propuesta de normativa debiera significar una disminución de costos de transacción para esos inversionistas (asociados a la liquidación de sus operaciones, tanto por manejo de colaterales como por los cobros que pudieren hacer los agentes a través de los que actualmente llevan a cabo esa liquidación) y alivianar las exigencias de capital y garantías que deben cumplir los intermediarios de valores a través de los que esos inversionistas liquidan sus operaciones.

En razón de lo anterior, se observa que la propuesta de normativa introduce más beneficios⁵ que riesgos y costos al mercado y entidades reguladas.

7. Contribuciones al Proceso Consultivo

Sin perjuicio de los demás elementos, sugerencias u observaciones que las administradoras de sistemas de compensación y liquidación de operaciones, actuales participantes de esos sistemas y demás actores o usuarios del mercado financiero en general pudieren manifestar en el proceso consultivo a que se somete la presente propuesta, es de interés de esta Comisión para perfeccionar la presente propuesta, contar con los siguientes antecedentes:

- a) Si existiere interés respecto a que la autorización que será conferida sea ampliada a otro tipo de actores;
- b) Si existieren aprensiones de algunos actores respecto a que con la aludida autorización se estuvieren introduciendo riesgos adicionales a los que razonablemente debieran asumirse para materializar el beneficio esperado por la normativa;
- c) Si hubiere situaciones acontecidas en otras jurisdicciones que hicieren presumir que con la autorización antes referida se podría estar asumiendo riesgos no previstos por parte de la Comisión, y cuáles serían esos riesgos; y
- d) Si los beneficios observados por la Comisión, en efecto son compartidos por las administradoras de sistemas de compensación y liquidación de operaciones, actuales participantes directos y demás usuarios de esos sistemas.

⁵ Es importante tener presente que, para que se materialicen esos beneficios, se requiere que las administradoras de sistemas de compensación y liquidación de operaciones, adecuen sus normas internas para permitir a los inversionistas institucionales actuar como participantes (directos) del sistema.



www.cmfchile.cl