



**UNIVERSIDAD DE CHILE
FACULTAD DE CIENCIAS FISICAS Y MATEMATICAS
DEPARTAMENTO DE INGENIERIA INDUSTRIAL**

**“PROPUESTA DE MEJORAS EN LA ESTRUCTURA Y
FUNCIONAMIENTO DE LA CÁMARA DE COMPENSACIÓN DEL
MERCADO DE FUTUROS DE LA BOLSA DE SANTIAGO”**

**TESIS PARA OPTAR AL GRADO DE MAGISTER EN GESTION Y DIRECCIÓN DE
EMPRESAS**

HÉCTOR RODRIGO SANTOS MARÍN

PROFESOR GUIA:

ANTONIO HOLGADO SAN MARTIN

MIEMBROS DE LA COMISIÓN:

GASTON HELD BARRANDEGUY
VIVIANA FERNÁNDEZ MATURANA

SANTIAGO DE CHILE
Noviembre, 2009

RESUMEN

El objetivo de este estudio es determinar los factores que intervienen en el desarrollo de la cámara de compensación del mercado de futuros de la Bolsa de Comercio de Santiago, tomando como alcance, la reforma planteada por el ejecutivo para estos organismos y evaluar los beneficios de implementar una estructura similar para generar un mayor atractivo para los inversionistas.

La metodología a seguir para el desarrollo del caso consistió en efectuar un análisis de la situación actual de la cámara de compensación del mercado de futuros de la Bolsa de Santiago, con el fin de determinar los factores clave al interior de esta y que les permitirá afrontar el objetivo final que es darle mayor profundidad al mercado.

De un análisis de los servicios y procesos de las cámaras de compensación del mercado español de futuros, MEFF, y de la cámara de compensación del mercado de futuros y derivados de México, ASIGNA, que son mercados que se pueden comparar al nuestro en términos de funcionamiento y composición, se deducen que mejores prácticas en ellas se realizan.

Posteriormente, se efectuó un análisis del proyecto de ley enviado por el Gobierno al Parlamento el 15 de Abril de 1998 (oficio N° 7391) en torno a introducir mejoras al funcionamiento de las cámaras de compensación. Este análisis permite ver que los cambios propuestos por el Gobierno se centran principalmente en dotar de un marco legal más moderno y claro a las cámaras de compensación, sin embargo no profundiza más allá en cambios de fondo de su funcionamiento y estructura.

Como complemento se analiza el impacto que ha generado la actual crisis económica en este tipo de mercados, mostrando de esta forma el importante rol que han jugado las cámaras de compensación del mercado de futuros de México y España, al otorgar seguridad y confianza a los inversionistas, lo que se ha visto reflejado que los volúmenes transados en ambos mercados, los que mantienen un movimiento similar al de años anteriores e incluso en algunos instrumentos han aumentado.

Finalmente se desarrolla un análisis de la situación actual de la cámara de compensación del mercado de futuros de la Bolsa de Santiago y se plantean una serie de cambios, contrastando estos con la propuesta del Gobierno, tanto a nivel de formato y estructura, orientando esto a darle una estructura moderna y adecuada a los objetivos planteados de otorgar mayor profundidad a este mercado.

Como conclusión de este caso se puede exponer que existen tres puntos clave a desarrollar con el fin de modernizar y dar un mayor impulso a la cámara de compensación; modificar y modernizar el marco legal y reglamentos que regulan el funcionamiento de la cámara; dotar de nuevos y modernos sistemas de información, ya que este es un mercado en el cual la clave la constituye la información inmediata y del momento; y por último, implementar las mejores prácticas de gobiernos corporativos, dentro de la cual es básico contar con un directorio independiente que de seguridad y confianza a los miembros y usuarios de la cámara.

INDICE

Introducción.....	3
Breve Historia de los Mercados de Futuros.....	10
Mecanismo de Compensación.....	12
Tipos Mercado Financiero	13
Cámaras de Compensación	14
Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR).....	18
Cámara de Compensaciones de la Bolsa de Comercio de Santiago	19
Cámara de Compensación del Mercado de Futuros y Opciones de España	24
Mercado Mexicano de Derivados y su Cámara de Compensación.....	28
Propuesta del Gobierno para la modificación de la ley Sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos financieros	37
Escenario Económico y Situación Actual.....	45
Análisis de la situación actual de la Cámara y Propuesta de Mejoramiento	51
Conclusiones.....	60
Bibliografía	63

I. Introducción

Los mercados de futuros han tenido un gran crecimiento y en la mayoría de las bolsas de los países emergentes latinoamericanos ya se negocian futuros, ya sea sobre “commodities”, sobre índices, monedas, etc.

Los mercados de futuros surgieron el siglo pasado e institucionalizaron una forma antigua de contratos, los llamados contratos a futuros o “forwards”. Un contrato a futuro es un convenio al que se llega en determinado momento y que requiere la entrega de alguna mercancía en una fecha posterior especificada, a un precio establecido al momento de elaborar el contrato. Por ejemplo, un convenio hecho hoy para entregar una tonelada de azúcar dentro de un año a un precio de US\$ 0,70 por libra, realizando el pago a la entrega, es un típico contrato a futuro. Los contratos de futuros son similares en muchos aspectos, pero tienen características muy específicas y una estructura mucho más institucional que los contratos a futuros.

Los mercados de futuros tienen la reputación de ser increíblemente riesgosos; en muy alto grado, esta reputación está justificada. Sin embargo, los contratos a futuro pueden ser utilizados para administrar diferentes clases de riesgo. En ese sentido, los mercados de futuros desempeñan un papel benéfico en la sociedad, ya que permiten la transferencia del riesgo y ofrecen información sobre la tendencia futura de los precios de muchos bienes.

En un contrato futuro típico se reúnen dos partes y llegan a un acuerdo en condiciones que estima sean mutuamente benéficas. Es fácil observar que este tipo de contratación puede ser muy conveniente para ambas partes, aunque también conlleva muchos inconvenientes, que se pueden explicar utilizando el caso de un contrato a futuro para entregar una tonelada de azúcar dentro de un año.

Las dos partes contratantes deben tenerse confianza recíproca para consumir el contrato tal como fue acordado. El precio por libra se fijó en US\$ 0,70, importe que se prometió pagar a la entrega del azúcar dentro de un año. Si el precio real del azúcar al

momento de la entrega ya no es de 70 centavos por libra, y suponiendo que haya aumentado a US\$ 0,80 centavos, éste será el precio de contado, o precio “spot”, que es el precio para entrega inmediata de un bien. Sin embargo, en este caso, el vendedor está obligado a entregar la tonelada de azúcar recibiendo sólo US\$ 0,70 por cada libra. Como el vendedor podría vender el azúcar en el mercado libre a US\$ 0,80 la libra, existe la tentación de no cumplir con la obligación derivada del contrato a futuro. Ambas partes conocen por adelantado que existe la posibilidad de que se presenten fuertes incentivos para dejar de cumplir el contrato y, por consiguiente, este tipo de contratos sólo se puede celebrar entre partes que se conozcan y que confíen que cumplirán razonablemente con sus compromisos. Pero si se realizan negocios solamente con las personas en las que se confía probablemente existiría muy poco comercio.

Un segundo problema con el contrato a futuro es la dificultad de encontrar un socio con quien comerciar. Puede existir una persona o empresa que desee vender una tonelada de azúcar para entrega dentro de un año, pero quizás sea difícil que alguien esté dispuesto a firmar un contrato ahora para que le entreguen azúcar dentro de un año. No sólo la oportunidad tiene que ser simultánea para ambas partes, sino que tienen que desear comerciar la misma cantidad del bien. Estas condiciones pueden ser en extremo limitativas y hacer que a muchos posibles negociantes les sea imposible consumir las operaciones que desean.

Un tercer problema es la dificultad de cumplir una obligación sin que en realidad se llegue a realizar la entrega. En el caso del contrato de azúcar, si una de las partes contratantes, después de seis meses, decidiera que no le conviene cumplir con el contrato y esperar a efectuar la entrega, sólo tiene dos formas de cumplir con su obligación. La primera es hacer la entrega como se convino originalmente. La segunda, negociar con su socio para dar por terminado el contrato, ya sea con una entrega adelantada o mediante el pago de efectivo, por ejemplo. Esta negociación sería difícil de lograr a menos que el otro socio esté dispuesto a cooperar.

Debido a esta clase de dificultades para establecer las condiciones del contrato, encontrar un socio para la operación y la falta de un medio flexible para finiquitar el contrato, los mercados que negocian contratos a futuro siempre han sido restringidos

tanto en tamaño como en alcance. Los mercados donde se negocian contratos de futuro han surgido para brindar una estructura institucional que haga frente a estas deficiencias de los contratos a futuro. La bolsa de futuros formal norma las condiciones del contrato y garantiza el cumplimiento del contrato por ambos socios. También brinda un mecanismo sencillo que le permite a cada uno de los contratantes cumplir con su obligación en cualquier momento.

Una bolsa de futuros es una organización no lucrativa integrada por miembros que mantienen acciones de la bolsa. Estas acciones se negocian en un mercado libre, por lo que cualquier persona que desea convertirse en miembro de la bolsa puede hacerlo comprando su acción a uno de los miembros y cumpliendo con otros criterios impuestos por la bolsa.

La bolsa brinda un marco en el que se pueden negociar contratos de futuros entre sus miembros con otros comerciantes, quienes negocian a través de un miembro de la bolsa. Cada bolsa determina los tipos de bienes que se negociarán y las condiciones del contrato para cada uno de los bienes.

Para garantizar y supervisar que se cumplan las condiciones de los contratos de futuros existe una autoridad denominada Cámara de Compensación.

La Cámara de Compensación es una institución financiera con un importante capital que garantiza que ambas partes cumplirán con el contrato, tan pronto como se realiza una operación. La Cámara de Compensación media entre el comprador y el vendedor; actúa como un vendedor para el comprador y como el comprador para el vendedor. A partir de ese momento, el comprador y el vendedor originales tienen obligaciones con la Cámara y ninguna obligación entre ellos. Debido a que la Cámara de Compensación maneja un gran capital hay poco de qué preocuparse y no tiene un compromiso alguno con el mercado de futuros. Después de que se completan todas las operaciones, la Cámara queda sin fondos y sin bienes. Sólo interviene para garantizar el cumplimiento de las dos partes.

Mientras que la Cámara de Compensación garantice que se cumplirán todos los contratos de futuros, tiene su propia exposición al riesgo, debido a que tendrá problemas si los negociadores no cumplen sus obligaciones. Para protegerse de este riesgo, los negociadores tienen que hacer un depósito conocido como margen. Este depósito de margen actúa como un depósito de buena fe con el corredor. Si el negociador deja de cumplir sus obligaciones, el corredor puede disponer del depósito de margen para cubrir las pérdidas de la operación. Esta medida ofrece seguridad al corredor, a la Cámara de Compensación y a la bolsa.

Las Cámaras de compensación constituyen el sistema nervioso del moderno mercado financiero. Son instituciones muy antiguas. Los banqueros que acudían a las ferias medievales extinguían sus créditos recíprocos mediante la compensación facilitada por estas instituciones. Mas complejo es el mecanismo que se instaura con la creación de las Bolsas, en las que se compensan las prestaciones recíprocas en dinero y valores.

En este mundo de riqueza inmaterial los conceptos básicos deben ser revisados. ¿En qué momento adquirimos la propiedad de los valores comprados en bolsa? ¿Cuándo podemos considerarnos propietarios del dinero ingresado en cuenta? La respuesta a estas cuestiones no la encontramos en los Códigos del siglo XIX. Son las normas de funcionamiento de las Cámaras de compensación las que precisan cuando se considera entregado un valor adquirido en Bolsa o el momento en que adquiere firmeza un abono en cuenta. La determinación del momento en el que ingresan en nuestro patrimonio los valores o los fondos se deja en manos de los verdaderos custodios de nuestra riqueza: las Cámaras de Compensación.

La importancia del régimen de la compensación y liquidación de las operaciones financieras contrasta con la lejanía con que se contemplan estas cuestiones. Puede parecer que sólo interesa a sus usuarios directos: los departamentos de liquidación de las entidades financieras (*back office*). Sin embargo también debería interesar a todos los inversores pues de lo que se trata es de la transmisión de su riqueza y de la seguridad de sus inversiones. Además, su régimen preocupa a los bancos centrales. Existe un interés general en garantizar el buen funcionamiento de las Cámaras de

compensación como presupuesto indispensable para la correcta ejecución de la política monetaria y la estabilidad del sistema financiero.

Tradicionalmente se han distinguido dos tipos de Cámaras. Las de compensación bancaria, encargadas de las transacciones monetarias, y las bursátiles, dedicadas a simplificar los intercambios sobre valores mobiliarios. La integración de los mercados financieros, en los que se hace difícil distinguir lo bancario de lo bursátil, ha propiciado la aparición de un modelo unificado de Cámara de compensación centrado, para mayor seguridad del mercado, en la firmeza de las órdenes recibidas de sus miembros.

En los últimos años Chile ha experimentado un crecimiento económico importante, y se espera que ese crecimiento sea constante, y más importante aún, sustentable. Parte importante para asegurar esto, es el desarrollo de instituciones sólidas y modernas. Pero es fundamental, además, contar con un mercado financiero que sea capaz de responder a las necesidades del desarrollo en todo ámbito, y proyectarse hacia el exterior.

Necesitamos que este mercado de servicios financieros sea completo, que tenga la profundidad necesaria, y que sea capaz de generar innovación constantemente.

En este contexto, la industria de servicios financieros del país puede estar en condiciones para competir internacionalmente, y Chile puede llegar a posicionarse como un centro financiero de real importancia dentro de la región, y a nivel mundial.

Ya se han dado algunos pasos importantes, con las reformas al mercado de capitales, la Ley de Opas y Gobiernos Corporativos y la Reforma de Mercado de Capitales I y II que han logrado cambiar la fisonomía del sistema, dando más espacio de participación al sector privado, protegiendo los derechos de los inversionistas y agregando valor a la economía. Sin embargo, el éxito de estas reformas ha dado paso a nuevos desafíos, por lo cual se requiere un nuevo conjunto de iniciativas más enérgicas, complejas y profundas, para lograr el sistema financiero moderno, eficiente y atractivo con el que Chile quiere llegar a competir en el mundo.

Dentro de esta estrategia de continuar con las reformas que permitan cambiar nuestro sistema financiero, surge la llamada reforma del mercado de capitales III o MKIII. Este nuevo proyecto de modernización abarca modificaciones sustanciales al mercado de valores y al mercado financiero, incorporando reformas estructurales a nivel de los actores que intervienen en el mercado. En este sentido surge un foco de análisis interesante de estudiar y reformar, el Mercado de Futuros y Opciones.

Una característica de los mercados de futuros y opciones profundo, dinámico y desarrollado lo constituye la existencia de las llamadas Cámaras de Compensación o Clearing House, organismos que actúan como garante de todas las transacciones en los mercados financieros. Este organismo se sitúa como eje de la transacción y asegura el proceso esencial de compensación y liquidación por cuanto materializa los traspasos de valores y de pagos resultantes de la negociación entre contrapartes. La Cámara de Compensación, de acuerdo diccionarios financieros, es el organismo que actúa como garante de todas las transacciones en los mercados financieros.

En este mismo sentido, el Poder Ejecutivo envió para su estudio y discusión un proyecto de Ley (oficio N° 7391) que busca introducir mejoras al funcionamiento de las Cámaras de Compensación, proyecto que recién está iniciando su etapa de estudio por las comisiones respectivas de la Cámara de Diputados.

Así el Mercado de Futuros y opciones, y en específico la Cámara de Compensación, no ha sufrido modificaciones desde su constitución en el año 1990, manteniendo tanto su estructura orgánica, como también sus procesos de funcionamiento.

Es por esto que resulta importante, dentro del marco que involucra la reforma al mercado de capitales, de ver si este actor clave en el proceso de garantizar y liquidar las transacciones, responde y da sustento al objetivo de dar mayor profundidad y dinamismo al mercado.

Dado lo anterior, el objetivo de este caso es determinar los factores que intervienen en el desarrollo de las Cámaras de compensación, tomando como alcance, la reforma planteada por el ejecutivo para estos organismos, y evaluar los beneficios de

implementar una estructura similar en pos de generar un mayor atractivo para los inversionistas en nuestro mercado de futuros.

II. Breve Historia de los Mercados de Futuros

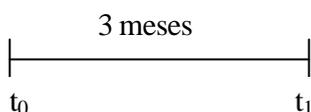
El origen de los futuros se sitúa, en realidad, en lo que se denominaban operaciones a descubierto, que se comenzaron a realizar a mediados del XIX con productos agrícolas en el mercado de valores de Chicago (Chicago Board of Trade). El origen de los futuros financieros se sitúa en la Bolsa de Valores de Chicago en los años 70; en la actualidad la utilización básica de futuros financieros es la cobertura de riesgos y, en general, la negociación con futuros supera de una forma bastante considerable a la negociación que existe del activo subyacente. Los primeros contratos eran futuros sobre divisas, esto es porque a comienzos de los 70 entra el sistema monetario internacional diseñado en Bretton Woods, que era un sistema de tipos de cambio fijos, y se pasa a un sistema de tipos de cambios flexibles; con ello aumenta la volatilidad de los tipos de cambio. Esta es la causa de la aparición de esos contratos de futuros financieros en el año 72. Además, dada la relación existente entre tipos de cambio y tipos de interés, se genera volatilidad en los tipos de interés, y a mediados de los 70 aparecen los mercados de futuros sobre tipos de interés (1975, Chicago).

La década de los 80 marca la expansión de los contratos de futuros fuera de USA, fundamentalmente en Europa; a finales de los 80 aparece el mercado español de futuros financieros. En la actualidad, existen cuatro modalidades de contratos de futuros:

- Futuros sobre tipos de interés.
- Futuros sobre bonos.
- Futuros sobre índices bursátiles.
- Futuros sobre divisas.

Un contrato de futuros es un contrato jurídicamente vinculante para recibir o entregar una determinada cantidad de un producto financiero con unas determinadas características, con un precio determinado y a una fecha futura especificada.

Consideramos dos momentos de tiempo:



Se fijan el precio y las condiciones en t_0 , y la transacción tendría lugar en t_1 ; un contrato de futuros no es exactamente un contrato a plazo.

Diferencias entre contrato a plazo y futuros

Futuros

A plazo

- | | |
|---|---|
| 1. Productos o contratos estandarizados. | 1. Productos financieros no estandarizados. |
| 2. Se realiza a través de Cámaras de Compensación. | 2. Contrato privado entre dos partes. |
| 3. Existe la posibilidad de abandonar la posición adquirida actuando en mercado secundario. | 3. No se puede abandonar la posición pactada sin la autorización de la contrapartida (expresa). |
| 4. No existe riesgo de contrapartida (uno de los firmantes no cumple). | 4. Existe riesgo de contrapartida. |
| 5. Depósito de garantía. | 5. No existe depósito de garantía. |

III. Mecanismo de Compensación

La característica más relevante de los mercados de futuros en la actualidad es la existencia de un mecanismo de compensación de operaciones. Para verlo, suponemos dos empresas, A y B, que deciden realizar una operación de futuros de signo contrario.

La empresa A es compradora de un contrato de futuros; la empresa B es vendedora. Podría establecerse una operación directa suponiendo que cada una actúa a través de un intermediario financiero miembro del mercado de futuros; pero esto no puede darse en mercados de futuros; ésta sería una operación de un mercado a plazo, no de futuros. Aquí existe el riesgo de contrapartida: cualquiera de las dos empresas podría incumplir el contrato en fecha de liquidación. Para que esto no ocurra, en los mercados de futuros existe un mecanismo de compensación que se realiza a través de una Cámara de Compensación. La existencia de un mecanismo de compensación implica la incorporación de una tercera parte en la negociación de un contrato de futuros.

En realidad, la Cámara de Compensación no es más que la organización responsable de los procedimientos de liquidación que se originan en la negociación en los mercados de futuros. Esta Cámara de Compensación puede ser o bien propiedad del mercado o de una entidad independiente. La principal repercusión de su existencia es la eliminación del riesgo de contrapartida, ya que aunque cualquiera de las dos empresas puede fallar en el momento de liquidación, a nivel agregado la Cámara no fallará porque su nivel de capitalización es muy importante. La eliminación del riesgo de contrapartida implica un volumen más elevado del mercado de futuros, ya que operaciones que no se efectuarían debido al riesgo de contrapartida, sí se realizan gracias a la Cámara de Compensación.

IV. Tipos Mercado Financiero

El sistema de pagos comprende el conjunto de arreglos y procedimientos que permiten a los agentes económicos realizar transferencias de dinero para pagar por los bienes, servicios o valores financieros que adquieren en el mercado. El intercambio requiere contar con algún sistema de pagos. Una economía moderna, desarrollada e integrada al exterior debe contar con un sistema de pagos barato y confiable.

Cuando el mencionado sistema funciona bien, las transacciones se completan en forma segura y oportuna, los riesgos financieros se distribuyen de manera eficiente y predecible entre los participantes, los precios son más informativos y la asignación de los recursos mejora. Si el sistema de pagos funciona mal, el intercambio se reduce, disminuye el nivel de bienestar de la economía y su potencial de crecimiento.

Este sistema es un mecanismo complejo y delicado, cuyo buen funcionamiento requiere mantener la confianza de las personas, confianza en la estabilidad del valor de la moneda y en las instituciones que permiten a las personas, empresas y entidades financieras efectuar sus pagos

Cada día se realizan millones de transacciones en una economía como la chilena. En cada una de ellas, las personas y las empresas intercambian bienes, servicios o valores financieros por dinero. La definición de lo que es dinero depende del tipo de transacción. El efectivo, billetes y monedas, es práctico para las compras de montos menores, pero no para la gran mayoría de las transacciones.

v. ¿Que son las Cámaras de Compensación?

En las economías modernas, la mayor parte de los pagos se efectúa intercambiando las mercancías por dinero bancario, a través de cheques, tarjetas plásticas u órdenes electrónicas, y vales vista o vales cámara. Estos medios de pago son instrucciones a los bancos para que hagan cargos y abonos en las cuentas corrientes bancarias del pagador y el pagado, respectivamente.

La ejecución de los pagos con dinero bancario requiere que, en última instancia, los bancos se conecten con otros bancos para poder enviar o recibir dinero. Sin embargo, en el caso de los bancos, se entiende por dinero, el traspaso de los fondos depositados en sus cuentas corrientes en el Banco Central.

En la actualidad, el sistema de pagos interbancario en Chile se organiza a través de una Cámara de Compensación de cheques y vales vista en moneda nacional, una Cámara de Compensación de operaciones a través de cajeros automáticos y una Cámara de Compensación de pagos de alto valor para operaciones interbancarias y documentos de alto valor (sobre \$49.999.999).

En estas Cámaras de Compensación, los bancos canjean, compensan y cobran los documentos de pago por cuenta propia o de sus clientes. Los resultados netos de estos procesos se liquidan finalmente en las cuentas corrientes que mantienen las instituciones financieras en el Banco Central, a través del sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR).

Las Cámaras están reguladas por la normativa establecida por el Banco Central en virtud de las facultades que le otorga su Ley Orgánica, la Ley General de Bancos y la normativa promulgada por la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

La Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor procesa los denominados vales-cámara. La principal característica de estos documentos es que solo pueden ser emitidos en favor de instituciones financieras y se canjean, compensan y cobran en el

mismo día de su emisión. A este sistema concurren las empresas bancarias y las sociedades financieras, con el propósito de compensar los pagos que, por cuenta propia o de terceros, deben efectuar a otros participantes; y liquidar el resultado de dicho proceso de compensación en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real del Banco Central de Chile (el "Sistema LBTR").

El número de vales-cámara que se procesa diariamente es relativamente bajo, pero el monto de los recursos involucrados es significativo, y su liquidación es crítica para el buen funcionamiento del mercado monetario. El valor promedio de los documentos presentados a cobro a esta Cámara supera los 1.000 millones de dólares diarios.

La Cámara de Compensación de Cheques y otros Documentos en moneda nacional compensa las órdenes de pagos efectuadas a través de cheques, vales-venta y otros documentos, cuyo valor sea hasta \$49.999.999. Estas órdenes se liquidan, como regla general, al día hábil bancario siguiente de su presentación a la Cámara.

Esta Cámara procesa un número de documentos y valores muy significativos porque el uso de los cheques y vales-venta como medio de pago es muy amplio en la economía chilena, mucho más que en otras economías. Durante el año 2007, esta cámara procesó más de un millón de cheques diarios, con un valor total del orden de 3.000 millones de dólares al día.

La entidad responsable de la administración y operación de la Cámara de Pagos de Alto Valor es la Sociedad Operadora de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor S.A., en adelante Combanc, quién actúa como Operador de Cámara. Combanc es una Sociedad de Apoyo al Giro Bancario constituida en conformidad al artículo 74 de la Ley General de Bancos, y que tiene como objeto único la provisión de servicios de compensación de pagos y la realización de aquellas actividades conexas o complementarias con el giro indicado y que sean estrictamente necesarias para tal objeto.

La iniciativa de formar una Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor fue gestada, a comienzos del año 2003, por Banco de Chile, Banco de Crédito e Inversiones y Banco Santander, tomando como base la reforma a la normativa desarrollada por el Grupo de Trabajo del Sistema de Pagos del Banco Central. A dicha iniciativa se sumarían después otros 21 bancos, dando cuenta así de la relevancia de la Cámara para la banca nacional.

En abril de 2004 el Banco Central pone en funcionamiento el sistema LBTR, dando inicio con ello a la desmaterialización de los pagos interbancarios que hasta esa fecha utilizaban el denominado Vale Cámara como medio de pago.

En agosto de ese año, la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras autoriza el funcionamiento de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor manejada por un tercero, lo que permite formar legalmente una sociedad. Así, el 23 de septiembre de 2004 se crea la Sociedad Operadora de la Cámara de Compensación de Pagos de Alto Valor S.A.

Como se mencionó anteriormente, a esta cámara concurren las entidades financieras para compensar sus pagos. Una vez realizada esta operación, Combanc informa al Banco Central el resultado neto de las operaciones de todas las instituciones financieras para que se proceda, mediante el sistema LBTR a efectuar las liquidaciones a estas empresas en sus respectivas cuentas corrientes abiertas en el Central.

En el caso de la Cámara de Compensación de cheques y vales vista inferiores a \$49.999.999, y la Cámara de Compensación de transacciones en cajeros automáticos, la empresa designada y autorizada para efectuar la operatoria es Sistema Nacional de Comunicaciones Financieras S.A., en adelante Sinacofi, entidad perteneciente a la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile AG, ABIF. Su funcionamiento se basa en la ejecución de cinco reuniones diarias, algunas con la presencia de delegados y otras electrónicas donde las instituciones bancarias envían sus saldos y/o diferencias a través de mensajes electrónicos. El cierre del ciclo de Cámara se realiza con los antecedentes obtenidos en cada una de las reuniones, el Jefe de Cámara debe calcular los saldos netos compensados diarios de cada institución

bancaria y financiera. La posición resultante de cada institución debe ser informada antes de las 15:30 hrs. al Banco Central de Chile, para que este último efectúe los cargos y abonos correspondientes en las cuentas corrientes que cada banco y financiera mantiene en el instituto emisor, mediante el sistema LBTR.

VI. Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR)

El sistema LBTR opera en conjunto con la Cámara de Compensación y con las cuentas corrientes de los bancos en el Banco Central, y permite a las instituciones financieras enviar órdenes de transferencia electrónica en favor de otros participantes del sistema y realizar las liquidaciones de valores ejecutados en la Cámara de Compensación propios de los bancos o efectuados por estos a nombre de terceros.

Estas instrucciones de pago se procesarán una a una y en cuanto sean recibidas en el Banco Central. La liquidación se llevará a cabo si y solo si la institución que paga tiene fondos suficientes en su cuenta en el Banco Central, y estos se transferirán inmediatamente al receptor. La operación, una vez cursada, será final e irrevocable.

La característica principal de este sistema es que la liquidación se producirá en forma inmediata con la existencia de fondos. Por lo tanto, el riesgo de crédito en una operación de pago a través del sistema LBTR será cero.

Este tipo de sistemas, sin embargo, puede crear mayores necesidades de liquidez para la banca. Para precaver esta situación, el sistema LBTR incorporará una serie de mecanismos para facilitar la administración de liquidez, incluyendo la posibilidad de otorgar préstamos por horas, o minutos, a través de operaciones repo, compra de instrumentos con pacto de retroventa al cierre del mismo día.

VII. Cámara de Compensaciones de la Bolsa de Comercio de Santiago

La Cámara de Compensación en la Bolsa de Comercio de Santiago, funciona esencialmente para el mercado de futuros y opciones, que es el mercado donde este tipo de organizaciones permite generar mayor dinámica, seguridad y operatividad del sistema.

En el caso del mercado Spot o de transacciones en tiempo real en la Bolsa, se utiliza para el cumplimiento del rol de contrapartida o Cámara de compensación al Deposito Central de Valores, en adelante DCV, la cual tiene por objeto recibir en depósito los valores a que se refiere el artículo 1º de la Ley 18.876 de parte de las entidades autorizadas y facilitar las operaciones de transferencia de dichos valores.

En el cumplimiento de su objetivo, el DCV procesará y registrará electrónicamente las operaciones de transferencia de los mismos efectuadas en las bolsas de valores y en el mercado extrabursátil y facilitará la información necesaria para el pago de los derechos relativos a los valores depositados.

Luego de terminar la operación de rueda, se comienza a liquidar la operación, lo cual consiste en obtener el pago por parte del comprador y en la entrega física de los valores negociados por parte del vendedor, proceso realizado por los corredores a cargo de la operación.

Para lo anterior se utiliza un sistema de clearing financiero y liquidación centralizada y compensada, que consiste en que las operaciones de compra y venta de acciones que realice en un mismo día un corredor con uno o más corredores, se liquidarán financieramente en forma compensada.

Esta liquidación financiera compensada significa que el corredor recibirá o entregará, según corresponda, en el Departamento de Custodia de la Bolsa, sólo el monto en pesos de la diferencia entre los totales a liquidar con todas las oficinas contrapartes por las operaciones de compra y de venta de acciones que haya ejecutado ese día.

Asimismo, las operaciones de compra y venta de acciones que realice en un mismo día un corredor, se liquidan en el Depósito Central de Valores (DCV) mediante un traspaso electrónico de los valores desde la cuenta del corredor vendedor a la cuenta del corredor comprador, de acuerdo a la información que al respecto le proporcione la Bolsa.

Usando información generada por transacciones hechas dentro y fuera de bolsa, provista por los intermediarios involucrados, el DCV efectúa liquidaciones electrónicas multilaterales para todas las transacciones, a través de cuentas separadas. La liquidación y pago de las transacciones en la Cámara de compensación del DCV, se lleva a cabo en la fecha acordada por el mercado, donde la transacción fue originada.

Las transacciones de instrumentos negociados en la Bolsa son liquidadas de la siguiente forma:

- Acciones: Generalmente, el segundo día hábil bursátil siguiente a la fecha de transacción (T + 2).
- Instrumentos de Renta Fija: El día hábil bursátil siguiente a la fecha de la transacción (T + 1).
- Instrumentos de Intermediación Financiera: El mismo día en el cual la transacción es cerrada (T + 0).

Para la liquidación de los valores, el vale vista es la forma de pago que usan quienes resultan deudores del proceso de compensación del DCV la que a su vez se usa para pagar a quienes resultan acreedores en el mismo. En el mercado de acciones se utiliza una liquidación financiera multilateral, debiendo los intermediarios con saldo financiero deudor, entregar un único vale vista a la Bolsa. Aquellos intermediarios con saldo financiero acreedor reciben un único vale vista por parte de la Bolsa. En los mercados de renta fija e intermediación financiera, se realiza la liquidación financiera de forma compensada y bilateralmente con sus contrapartes.

Para el mercado de futuros, la Bolsa de Comercio inició operaciones con este tipo de papeles en diciembre de 1990. Al mismo tiempo comenzó a funcionar la Cámara de Compensación, la cual tiene por objeto ser la contraparte de todas las compras y ventas de contratos de futuro, de opciones de valores y de otros de similar naturaleza que les autorice la Superintendencia, que se efectúen en la respectiva bolsa, a partir del registro de dichas operaciones en la mencionada Cámara. Asimismo, la Cámara administrará, controlará y liquidará las operaciones, posiciones abiertas, cuentas corrientes, márgenes y saldos disponibles que efectúen y mantengan clientes y corredores en estos mercados.

De acuerdo a la Ley 18.045, “Las bolsas de valores podrán constituir o formar parte de una Cámara de Compensación”,

La Cámara se constituyó como filial de la Bolsa de Comercio de Santiago el 19 de enero de 1990, con un capital inicial de UF 100.000 distribuido en 660 acciones sin valor nominal. En tanto, a fines de febrero de 2004, su patrimonio ascendía aproximadamente a 3,8 millones de dólares.

El accionista mayoritario de esta sociedad es la Bolsa de Comercio de Santiago, Bolsa de Valores, la cual posee el 96,4% de las acciones. El restante 3,6% se encuentra distribuido en 24 corredores, con una acción cada uno.

La estructura y funciones de la Bolsa de Comercio de Santiago, la Cámara de Compensación y los Corredores de Bolsa que participan en la negociación de contratos de futuro están definidas en el Reglamento General de los Mercado de Futuros, aprobado por la Superintendencia de Valores y Seguros y vigente desde el 5 de noviembre de 1990.

Los participantes del Mercado de Futuros en la Bolsa de Santiago son aquellos que tienen permitido el acceso a la negociación electrónica de futuros.

Actualmente los participantes permitidos son los Market Makers, Corredores y Operadores Directos. Los Market Markers son operadores que adoptaron un

compromiso formal con la Bolsa de Comercio para proveer precios de compra y venta que faciliten la apertura o cierre de posiciones de manera continua en el mercado. Por su parte, los Corredores son agentes que pueden efectuar transacciones por cuenta propia y por cuenta de terceros, mientras los Operadores Directos, donde figuran Bancos, AFP, Compañías de Seguros y Administradoras de Fondos de Mutuos y de Inversión, son instituciones que pueden realizar negocios sólo por cuenta propia.

De acuerdo a la estructura y funcionamiento definido para la Cámara de Compensación de la Bolsa de Comercio de Santiago, esta actúa tanto como contraparte centralizada de todas las transacciones realizadas y que controla y administra las posiciones abiertas y exigencias de garantías, como también de liquidador de las operaciones. La cámara administrará, controlará y liquidará las operaciones, posiciones abiertas, cuentas corrientes, márgenes y saldos disponibles que efectúen y mantengan clientes y corredores en estos mercados.

Para el cumplimiento de su función de contraparte de las operaciones celebradas en el mercado de futuros de la Bolsa, se establece un conjunto de recursos y procedimientos que constituyen una red de garantías de seguridad para enfrentar cualquier incumplimiento de alguno de los participantes. Estas garantías corresponden sólo a valores con altos niveles de liquidez que aseguren, en caso de incumplimiento de un participante, una rápida ejecución. De este modo, la Cámara sólo aceptará Depósitos a Plazo en Pesos o Reajustables en UF otorgados por Bancos Comerciales de la Plaza, Títulos de Deuda emitidos por el Banco Central de Chile, Vale Vistas y Dinero en Efectivo.

Los tipos de garantías exigidas por la cámara a los participantes son las siguientes:

- Margen Inicial: Corresponde al monto mínimo de garantía exigido al abrir una posición. Su cuantía depende del tipo de contrato negociado y su determinación está asociada a la volatilidad del activo subyacente, pudiendo la Cámara modificarlo si las condiciones del mercado así lo ameritan.
- Margen Adicional: Se exige en la medida que las posiciones abiertas generan pérdidas. Su cálculo y exigencia se efectúa diariamente.

- Depósitos de los Corredores: Todo corredor que participe del mercado de futuros debe mantener un depósito en la Cámara equivalente a UF 2.000. Este monto puede ser modificado por la Cámara si las condiciones del mercado así lo requieren.
- Patrimonio del Corredor: El corredor es responsable como fiador y codeudor solidario de sus clientes ante la Cámara por el cumplimiento de los contratos y normas en ellos contenidas.
- Reserva Fondo de Contingencias: Como mínimo, un 30% de las utilidades generadas por la Cámara se destinan a la constitución de este fondo que permite aumentar el respaldo financiero de las operaciones realizadas en el mercado de futuros.
- Patrimonio de la Cámara de Compensación: Como contraparte de todos los contratos del mercado de futuros, su patrimonio constituye un recurso más a utilizar para dar cumplimiento a dichos contratos.

Una vez que hay incumplimiento, la cámara dispone de los siguientes procedimientos hasta cubrir el incumplimiento:

- Cierre de Posiciones: Cierre de posiciones necesarias para cubrir el déficit del cliente.
- Liquidación Garantías Cliente: Las garantías del cliente (margen inicial y adicional) se liquidan para cubrir el déficit.
- Garantías del Corredor: Utilización de las garantías mantenidas por el corredor para participar en el mercado de futuros.

VIII. Cámara de Compensación del Mercado de Futuros y Opciones de España

MEFF es el Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieros en España. Inició su actividad en noviembre de 1989 y forma parte del grupo MEFF-AIAF-SENAF Holding de Mercados Financieros. Su actividad principal es la negociación, liquidación y compensación de Futuros y Opciones sobre bonos del Estado y el índice bursátil IBEX-35, así como futuros y opciones sobre acciones.

MEFF actúa como Mercado y Cámara de Compensación. MEFF ha sido reconocida a nivel internacional por las autoridades de regulación del Reino Unido y de Suiza, como mercado apto para la negociación por parte de las entidades radicadas en sus jurisdicciones respectivas. Asimismo, la comercialización en Estados Unidos de los Futuros y Opciones sobre índices y sobre deuda negociados en MEFF ha sido autorizada por la CFTC, la cual ha otorgado también la "Part 30. Exemption" a todos los miembros del mercado.

MEFF es un mercado oficial y por lo tanto está totalmente regulado, controlado y supervisado por las autoridades económicas (Comisión Nacional del Mercado de Valores y Ministerio de Economía).

Una de las claves fundamentales del éxito de los mercados de futuros implantados en diferentes países es la existencia de la cámara de compensación (clearing house). Hay organizaciones donde mercado de futuros y opciones y cámara de compensación están separados jurídicamente y son sociedades no vinculadas, de tal manera que el proceso de negociación lo realiza una sociedad diferente a la que efectúa el proceso de liquidación y compensación. El modelo adoptado en España para los contratos de productos derivados (futuros y opciones) contempla la existencia de una sola sociedad que adopta la forma jurídica de Sociedad Rectora y que integra todos los procesos necesarios para organizar la negociación, liquidación y compensación.

Como se indicó anteriormente, el Mercado de Futuros y Opciones de España, realiza una doble actividad como mercado de negociación y cámara de compensación de los productos derivados en España, organizando su negociación, liquidación y compensación. La integración de la Bolsa y la Cámara permite realizar una gestión del riesgo en tiempo real y simplificar los procesos de liquidación diaria y de liquidación al vencimiento.

Las principales funciones que cumple la MEFF son las siguientes:

- Actúa como contrapartida de las partes contratantes.
- Gestiona el riesgo en tiempo real de las posiciones de todos los inversores.
- Determina los márgenes (depósitos de garantía) requeridos para operar en MEFF
- Diariamente liquida las pérdidas y ganancias generadas en una sesión
- Realiza la liquidación al vencimiento de los contratos

Dentro de la tarea diaria de MEFF está el cálculo de las pérdidas y ganancias de las operaciones realizadas en futuros y opciones durante la sesión de negociación. A diferencia de otros mercados, las primas de opciones son cargadas o abonadas en el momento en que se abre o cierra una posición.

La liquidación diaria se realiza por los miembros liquidadores a través de las cuentas de Tesorería que mantienen en el Banco de España (Banco Central), tomando el día siguiente como fecha valor.

Si un Miembro tuviera insuficiencia de fondos en su cuenta de Tesorería para cubrir las pérdidas incurridas durante la sesión de negociación, el Banco de España está autorizado a cargar el importe impagado en la cuenta de tesorería de la entidad bancaria en la que MEFF domicilia sus pagos y cobros. Posteriormente, MEFF actuará contra el Miembro liquidador a través de los Depósitos de Garantía siguiendo el procedimiento descrito en el Reglamento.

En MEFF se utilizan tres tipos diferentes de Garantías, las cuales son:

- Garantía Inicial
- Depósito de Garantía
- Garantía Extraordinaria

Garantía Inicial para entidades Miembro: En el momento de constituirse como miembro liquidador debe establecerse una garantía inicial a nombre de MEFF. Esta garantía consta de un mínimo de 20 millones y puede materializarse mediante bloqueo de deuda anotada a favor de MEFF, a través de la Central de Anotaciones del Banco de España.

El objeto de la garantía inicial es cubrir el riesgo "overnight", es decir, el riesgo generado por el Miembro Liquidador y sus clientes desde el momento que abren una posición hasta que dicha posición queda cubierta por el depósito de la garantía diaria. De esta forma, el límite operativo diario será el máximo riesgo overnight que un Miembro puede asumir por cuenta propia, por cuenta de clientes o por aquellos Miembros Negociadores con los que así lo haya acordado.

Depósitos de Garantía: Es una garantía variable que consiste en un depósito diario que se exige a todos los Miembros y Clientes para cubrir la exposición al riesgo que se deriva de sus posiciones abiertas. Este depósito cubre el coste total que supondría cerrar, teniendo en cuenta su cartera global, todas las posiciones abiertas de un Titular.

Garantía Extraordinaria: Además del requerimiento de la Garantía Diaria la Cámara de Compensación puede solicitar Garantías Extraordinarias bajo circunstancias excepcionales o como resultado de posiciones que MEFF considere de alto riesgo.

Respecto de la Liquidación de Pérdidas y Ganancias, diariamente MEFF calcula las pérdidas y ganancias de las operaciones realizadas en futuros y opciones durante la sesión de negociación. A diferencia de otros mercados, las primas de opciones son cargadas o abonadas en el momento en que se abre o cierra una posición.

En definitiva, la cámara de compensación ejerce el control y supervisión de los sistemas de compensación y liquidación, garantizando el buen fin de las operaciones a través de la subrogación en las mismas. Como la Cámara de Compensación elimina el riesgo de

contrapartida para quienes operan en el mercado de futuros y opciones, debe establecer un mecanismo de garantías que le permita no incurrir en pérdidas ante una posible insolvencia de algún miembro del mercado. Por ello exigirá un depósito de garantía en función del número y tipo de contratos comprados o vendidos. Para que dicha garantía permanezca inalterable, la cámara de compensación irá ajustándola diariamente por medio de la actualización de depósitos o liquidación de pérdidas y ganancias.

Los productos que se transan actualmente en el MEFF son:

- Opciones sobre acciones
 - Opciones sobre acciones Españolas
- Futuros y opciones sobre índices
 - IBEX 35
 - Mini IBEX 35
- Futuros sobre Bonos
 - Futuro sobre Bono Nacional de 10 años
- Futuros sobre acciones
 - Futuros sobre acciones Españolas
 - Futuros sobre acciones Europeas

Todos estos productos se encuentran totalmente estructurados y regulados, teniendo cada uno su descripción, multiplicador, unidad de denominación, monto, vencimientos, fluctuación máxima, fecha de vencimiento, garantías, etc.

IX. Mercado Mexicano de Derivados y su Cámara de Compensación - MexDer (Mercado Mexicano de Derivados)

En México el mercado de derivados tiene relativamente poco tiempo, el cual inició operaciones el 15 de diciembre de 1998 al listar contratos de futuros sobre subyacentes financieros, siendo constituida como una sociedad anónima de capital variable, autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Con este hecho, se da uno de los avances más significativos en el proceso de desarrollo e internacionalización del Sistema Financiero Mexicano.

MexDer y su Cámara de Compensación (Asigna) son entidades autorreguladas que funcionan bajo la supervisión de las Autoridades Financieras (SHCP, Banco de México y la Comisión Nacional Bancaria y de Valores-CNBV).

El propósito fundamental del MexDer es el desarrollo de herramientas que permitan un eficiente manejo de los portafolios de inversión, a través de la adecuada administración de riesgo, acorde en todo momento a cubrir las necesidades específicas de las empresas. Es por ello que la misión del MexDer, es velar en todo momento por la igualdad en las oportunidades de quien en este mercado participan. Con todo esto se favorece el sano equilibrio de las operaciones de derivados, contribuyendo además a su crecimiento.

Operación del MexDer: Muy similar a la Bolsa de Valores de México, con el sistema electrónico llamado SENTRA Capitales, que es el sistema centralizado que controla todas las operaciones, pero en el MexDer, se denomina SENTRA-Derivados. Este sistema electrónico con el que opera actualmente, vino a sustituir la negociación que se llevaba a cabo de “viva voz” en el piso de remates de MexDer hasta mayo del 2000. En este modelo cada operador ingresa su postura y automáticamente el sistema lo “encripta”, esto para que no se sepa el nombre del intermediario, ya que se desea que el mercado sea anónimo, lo que conlleva a la igualdad de todos los participantes de este mercado de derivados.



Fuente: Mercado Mexicano de Derivados www.mexder.com

Habiéndose pactado la operación, se envían los datos a la Cámara de Compensación por parte del MexDer.



Fuente: Mercado Mexicano de Derivados www.mexder.com

Así, a partir de este momento la Cámara de Compensación, en este caso ASIGNA, se convierte en comprador del vendedor y vendedor del comprador asumiendo el riesgo de cada contraparte-

De acuerdo a los lineamientos del MexDer, las operaciones llevadas a cabo en el sistema electrónico SENTRA-Derivados, deben observar en todo momento los principios que norman el funcionamiento de este mercado. Para ello, en el portal de internet del MexDer, se describen los principios básicos, los que textualmente señalan:

Seguridad: Las operaciones son efectuadas por los Operadores y Socios Liquidadores autorizados para cada Clase, a través del Servicio Telefónico y del sistema de "ruteo" y asignación de órdenes. Una vez efectuada y registrada la operación en el SENTRA DERIVADOS, la mesa de control del Intermediario puede confirmar o detectar errores, antes de proceder a la asignación y transmisión al sistema de compensación y liquidación.

Control de riesgos: Antes de enviar una orden al Control Operativo de MexDer, el Operador de Mesa verifica que el Cliente cuente con la capacidad crediticia y tolerancia al riesgo correspondiente a la orden solicitada. Por otra parte, verifica que no rebase su posición límite. El Control Operativo, a su vez, comprueba que no existan instrucciones para limitar operaciones o cerrar posiciones abiertas. Una vez enviada la operación al sistema de compensación y liquidación, Asigna comprueba que la operación esté debidamente registrada y dentro de los parámetros de aceptación en cuanto a administración de riesgo, tanto por parte del cliente como del Socio Liquidador o el Operador. .

Equidad: El sistema de ruteo y asignación de órdenes asegura el cumplimiento del principio "primero en tiempo, primero en derecho", ya que las órdenes enviadas por los Operadores se registran en estricto orden cronológico. Por otra parte, la separación de operaciones por cuenta propia y por cuenta de terceros evita que se presenten conflictos de interés.

Autorregulación: Las diferentes fases del proceso de operación, asignación, compensación y liquidación están claramente definidas en los Reglamentos Interiores y en los Manuales Operativos de MexDer y Asigna. Mantienen permanente supervisión, vigilancia y monitoreo sobre las operaciones, además del control que ejerce el Contralor Normativo. Cualquier anomalía o controversia que surja durante la sesión de remate, es resuelta, en primera instancia, por el Oficial de Negociación, auxiliado por el Comité de Operación, integrado por Operadores de Productos Derivados.

Transparencia: Las posturas y hechos registrados en el SENTRA DERIVADOS se actualizan permanentemente en tiempo real. Asimismo la información de cotizaciones, cierres, asignaciones y precio de liquidación diaria se transmite en tiempo real a las terminales ubicadas en las oficinas de los Socios Liquidadores y Operadores.

Actualmente los contratos de futuros y opciones negociados en el MEXDER son:

Futuro de Divisas:

- Futuro sobre dólar de Estados Unidos

- Futuro sobre Euro

Futuro sobre Índices:

- Futuro sobre índices de precio y cotizaciones de la Bolsa Mexicana de Valores

Futuro de Deuda:

- Futuro sobre Tasa de Interés Interbancaria de Equilibrio de 28 días
- Futuro sobre Certificado de Tesorería de la Federación a 91 días
- Futuro sobre Bono de Desarrollo del Gobierno Federal de 3 años a tasa Fija
- Futuro sobre Bono de Desarrollo del Gobierno Federal de 10 años a tasa Fija
- Futuro sobre Unidades de Inversión

Futuro de Acciones

- Acción de América Móvil (AMERICA MOVIL)
- Acción de Cementos Mexicanos(CEMEX)
- Acción de Fomento Económico Mexicano(FEMSA)
- Acción de Grupo Carso (GCARSO)
- Acción de Teléfonos de México (TELMEX)

Todos estos contratos se encuentran totalmente regulados y definidos en cuanto a su tamaño, período del contrato, nemotécnico de pizarra, unidad de cotización, fluctuación mínima, horario de negociación, último día de negociación y vencimiento y fecha de liquidación al vencimiento.

a. Asigna Compensación y Liquidación

Asigna, Compensación y Liquidación, en adelante Asigna, es la Cámara de Compensación del Mercado Mexicano de Derivados, MEXDER.

Asigna es la contraparte central y garante de todas las obligaciones financieras que se derivan de los contratos negociados en el Mexder y que se mantienen abiertos en este.

Asigna es un Fideicomiso de administración y pago, teniendo como banco fiduciario al BBVA Bancomer S.A. que es una institución de Banca Múltiple perteneciente al grupo financiero español mexicano BBVA Bancomer

Fideicomiso es la transmisión de uno o más bienes, cantidades de dinero o derechos, presentes o futuros, a una persona natural o persona jurídica llamada fiduciario, para que sean administrados o invertidos de acuerdo con un contrato, a favor del propio fideicomitente o de un tercero, llamado beneficiario. Su origen puede hallarse en la fiducia (derecho romano)

El fiduciante o fideicomitente, que es la parte que transfiere a otra bienes determinados. Tiene que poseer el dominio pleno de los bienes dados en fideicomiso.

El fiduciario, que es la parte a quien se transfieren los bienes, y que está obligada a administrarlos con la prudencia y diligencia propias del buen hombre de negocios (administrar lo ajeno como propio), que actúa sobre la base de la confianza depositada en él. Puede ser cualquier persona física o jurídica.

El beneficiario, que es la persona en cuyo beneficio se ha instituido el fideicomiso, sin ser el destinatario final de los bienes. Pueden ser una o varias personas físicas o jurídicas.

El fideicomisario, que es el destinatario final de los bienes. Normalmente, el beneficiario y el fideicomisario son una misma persona. Pero puede ocurrir que no sea la misma persona, puede ser un tercero, o el propio fiduciante.

En el Fideicomiso de administración o asistencia, el fiduciante entrega determinados bienes al fiduciario para que éste los administre en beneficio de terceros o del propio fiduciante. Puede decirse que es el fideicomiso clásico.

Asigna nace, al igual que el Mexder, el año 1998, y su función es la de compensar y liquidar contratos de futuros y opciones, así como actuar en calidad de contraparte en cada operación celebrada en el Mexder.

Asigna a su vez, esta conformada por fideicomitentes, los cuales son a su vez fideicomisos de administración y pagos constituidos por los principales grupos financieros establecidos en México: Santander Serfín, Banamex, BBVA Bancomer y Scotiabank Inverlat.

Estos fideicomitantes son los socios liquidadores de Asigna y son aportantes de recursos para la constitución del Patrimonio de la Cámara de Compensación y del Fondo de Aportaciones

El Instituto para los Depósito de Valores (INDEVAL), que corresponde a nuestra Superintendencia de Valores y Seguros, participa como Fideicomitente patrimonial, es decir, es la que tiene el dominio sobre el patrimonio de Asigna.

Asigna debe contar en todo momento con un Patrimonio Regulatorio equivalente a 15 millones de unidades de inversión, que corresponde a una medida o unidad monetario similar a nuestra unidad de Fomento.

Asigna además administra los recursos entregados por todos los participantes del mercado para garantizar el cumplimiento de las operaciones, dichos recursos se constituyen en el Fondo de Aportaciones que es el fondo constituido por las aportaciones iniciales mínimas entregadas por los socios liquidadores por cada contrato abierto y el fondo de compensación, que es el fondo constituido con recursos adicionales a las aportaciones iniciales mínimas que la cámara solicita a los socios liquidadores por el equivalente al 10% de las aportaciones iniciales mínimas.

b. Estructura Organizacional

Como parte de las entidades que conforman el sector financiero en México, Asigna se encuentra regulada de manera conjunta por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores y por el Banco de México, siendo la Comisión Nacional Bancaria y de Valores la encargada directa de supervisar las operaciones de la Cámara.

El principal órgano al interior de Asigna corresponde a la Junta de Fideicomitantes, que es responsable de establecer la forma de constituir el patrimonio del fideicomiso y para que fines será destinado este. Bajo esta junta se encuentra el Comité Técnico que es el órgano que tiene las facultades administrativas, normativas, de vigilancia y disciplinarias para administrar Asigna. Este órgano aprueba los nuevos productos, normas de funcionamiento, define enmarco auto regulatorio que regirá la operación, establece las actividades y normas de vigilancia para regular la actividad y supervisión de los socios liquidadores y de administración del fideicomiso. Por último determina las medidas a aplicar en caso de incumplimiento de la normativa que rige este mercado y para solución de controversias.

Bajo este comité técnico se encuentran 5 subcomités que se insertan en áreas específicas para el funcionamiento de la Cámara de Compensación:

- Subcomité de Admisión y Administración de Riesgos
- Subcomité de Administración
- Subcomité de Auditoría
- Subcomité Disciplinario y Arbitral
- Subcomité normativo y de Ética

Dado que Asigna es un organismo autónomo e inserto en una actividad de carácter privado, las reglas y disposiciones gubernamentales de México establecen que asigna se regirá por un marco auto regulatorio de funcionamiento y actividad.

Lo anterior significa que Asigna tiene las facultades de dictar sus normas de operación, supervisión y sanciones a quienes interactúan con ellos, es decir, sus socios liquidadores. Estas facultades se consignan en un reglamento interno y manual de operaciones. Este manual debe velar por el correcto desempeño de la función de compensación y liquidación, como también regular los derechos y obligaciones de los socios liquidadores y las facultades de Asigna para supervisar y sancionar las violaciones a las normas vigentes.

Sin desmedro de esto, y tal como se indicó anteriormente, Asigna esta bajo la supervisión directa de la Comisión nacional Bancaria y de Valores y el Instituto para los Depósito de Valores es el Fideicomitente del Patrimonio de Asigna, es decir, es quién tiene el dominio sobre el patrimonio para así salvaguardar ante cualquier eventualidad los intereses de los participantes de los vendedores y compradores que interactúan con la Cámara de Compensación.

Como se ha indicado anteriormente, además de Asigna existen los Socios Liquidadores, que son fideicomisos de administración que conforman el patrimonio de la cámara y cuyo fin es celebrar en la Bolsa y compensar con la cámara de compensación contratos de productos derivados por cuenta de los bancos, corredoras de bolsa y clientes particulares y realizar las liquidaciones de las operaciones concertadas en el mercado. Así quién quiera operar con un producto en el Mexder, debe contratar el servicio de un socio liquidador.

Los socios liquidadores son obligados solidarios frente a Asigna, de las obligaciones contraídas por cuenta de quién actúan. Estos fideicomisos para poder operar deben estar aprobados por Asigna, Mexder y no ser vetados por la Secretaría de Hacienda y Crédito.

Hay 2 tipos de socios liquidadores:

- Los que actúan por posiciones propias y compensan y liquidan operaciones de instituciones pertenecientes a sus grupo financiero. Estos deben contar con una garantía mínima para operar en todo momento equivalente al monto mayor entre 2,5 millones de unidades de inversión o el 4% de las aportaciones iniciales mínimas por contratos abiertos. Este requerimiento es supervisado diariamente por Asigna.
- Los que actúan por posiciones de terceros, que son aquellos que compensan y liquidan operaciones por cuenta de sus clientes. En este caso, el socio debe contar en todo momento con el fondo mayor entre el equivalente a 5 millones de unidades de inversión o el 8% de las aportaciones mínimas iniciales por sus contratos abiertos.

Actualmente los socios liquidadores que actúan tanto por posiciones propias o de terceros son:

- Banamex
- Santander Serfin
- Scotiabank Inverlat
- BBVA Bancomer

Asigna cuenta con una serie de sistemas de última generación, que le permiten que todas las operaciones recibidas para compensar sean informadas y monitoreadas en tiempo real. Este sistema le permite a la vez controlar todas las posiciones abiertas, efectuar las compensaciones y posteriormente las liquidaciones, manteniendo en todo momento un adecuado control de riesgos como también de las garantías requeridas para estas operaciones. Este sistema funciona en línea con el depositario central de valores, símil del depósito central de valores en Chile.

Una vez que se compensan las operaciones del día, Asigna calcula los valores teóricos de los contratos transados e informa de esto a los socios liquidadores, quienes a su vez corren sus procesos de administración de cuentas e informan los resultados de las posiciones finales a Asigna, para que esta concluya el cálculo de la marginación de los distintos portafolios y determine el monto a liquidar en t+1.

Una vez efectuado el cálculo final de los derechos y obligaciones de los socios liquidadores, Asigna realiza la liquidación diaria, la que se efectuara el día hábil posterior al día de efectuada la operación.

La liquidación física se realiza a través del Sistema de Pagos Electrónico Interbancario del Banco de México, en la cuenta que cada uno de los socios liquidadores mantiene abierta en él.

La administración de riesgos y supervisión son los elementos que permiten tener el más alto nivel de seguridad e inmediata detección de prácticas inadecuadas en el mercado.

x. Propuesta del Gobierno para la modificación de la ley Sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos financieros

El Mensaje de S. E. la señora Presidenta de la República fundamenta el proyecto destacando que el sistema financiero es parte esencial de la economía de un país, ya que permite la acumulación y distribución de recursos. Señala que el desarrollo de los mercados financieros en el mundo ha ido acelerándose durante los últimos años, lo que se ha manifestado en el crecimiento del número de participantes, la mayor complejidad de los productos ofrecidos, absorción de mayores niveles de riesgos a través de nuevos negocios, nuevas formas de organización de la industria, etcétera.

Por tanto, esta nueva dinámica exige la incorporación de nuevos conceptos al marco regulatorio, forzando cambios permanentes al diseño legal y normativo.

Indica que según el diagnóstico de diversos organismos internacionales el actual sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros es perfeccionable, lo que es compartido por el Gobierno.

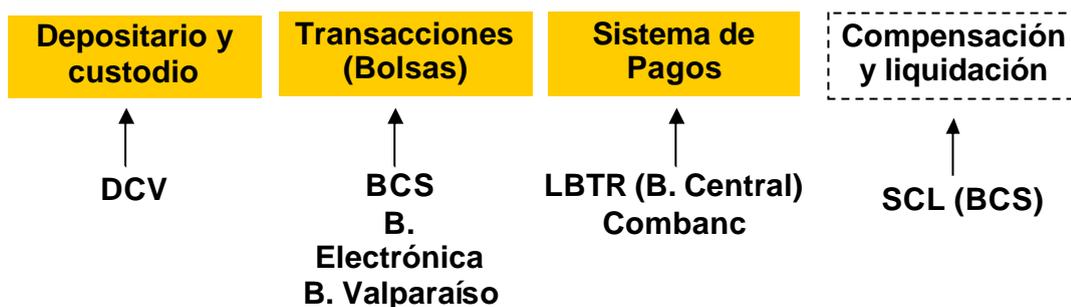
Explica que los sistemas de compensación y liquidación de valores tienen como objeto gestionar la ejecución de las transferencias de valores y los pagos correspondientes a dichas transacciones que se cierran en los mercados de valores. En tal sentido, la función de los sistemas de compensación y liquidación de valores se inicia cuando se cierran las transacciones en dichos mercados. Esto exige separar la transacción de valores de las funciones de compensación y de las funciones de transferencia de propiedad de los valores y de la transferencia de dinero o pago que son necesarias para finalizarlas.

Expresa que el principal aporte del proceso de compensación es que permite disminuir la exposición al riesgo de los agentes y optimizar el requerimiento de garantías, las cuales resultan menores al monto total transado. Después de realizada la compensación, es decir, después de que el sistema obtiene los saldos acreedores y deudores netos de cada agente liquidador, gestiona los traspasos de los instrumentos

financieros en el depositario de los mismos y el traspaso de los dineros correspondientes en un banco liquidador, con el riesgo asociado a que este último quiebre, como se hace hoy en Chile, o en un sistema de pagos, como se hace en otros países.

Así, el objetivo fundamental que busca este proyecto de ley es perfeccionar el actual sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros, estableciendo el marco legal necesario para permitir la creación y operación por parte del sector privado de una o varias Cámaras de Compensación de instrumentos financieros

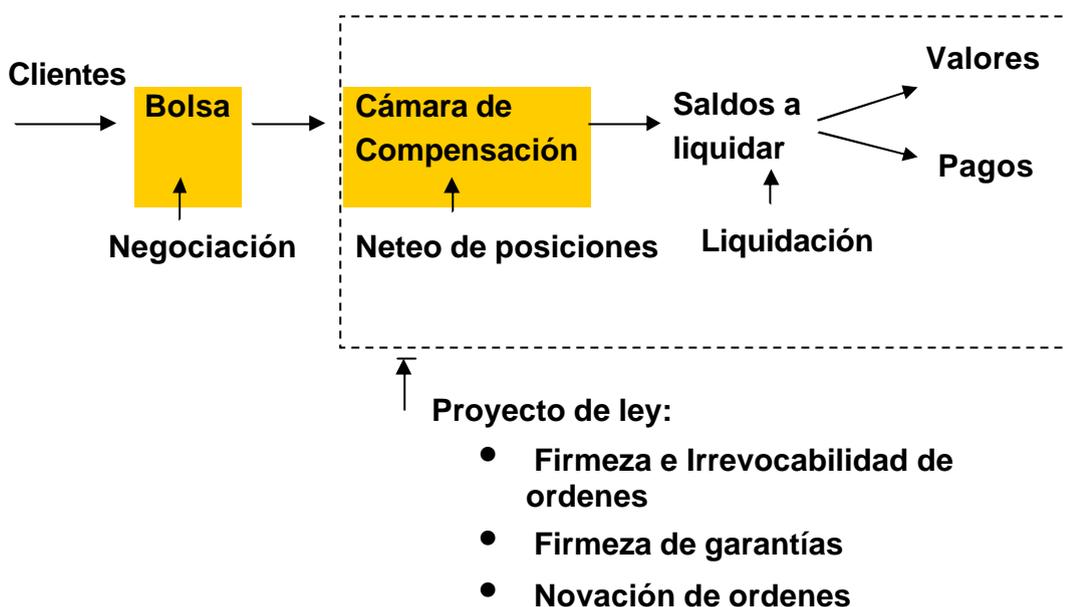
La estructura del mercado de valores cuenta con una infraestructura donde conviven 4 organismos



Fuente: Informe de Comisión de Hacienda del Senado Boletín 5407-05

De estos 4 organismos, 3 se han visto directamente involucrados en todo el proceso de reforma al mercado de capitales, sin embargo el cuarto integrante, la Cámara de Compensación, no ha visto modificada su orgánica y normativa desde su creación.

a. Debilidades Actuales del Sistema de Compensación



Fuente: Informe de Comisión de Hacienda del Senado Boletín 5407-05

El actual sistema de compensación y liquidación, es parte de la bolsa lo que concentra riesgos de distintas funciones.

- No hay irrevocabilidad ni firmeza de las operaciones.
- Existe una alta incertidumbre en caso de incumplimiento.
- No hay protección (firmeza) de las garantías enteradas.
- No existe la novación de contratos.

Con el objetivo de avanzar en la seguridad y modernización de los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, fundamentales para el buen desarrollo del sistema financiero, se plantea en el proyecto de ley la base legal necesaria para permitir la creación y correcta operación por parte del sector privado de una o varias cámaras de compensación de instrumentos financieros.

Las Cámaras de Compensación de instrumentos financieros tienen como objetivo el aumento en la eficiencia y la mitigación de riesgos en las transacciones de instrumentos financieros. La forma de hacerlo es, como su nombre lo indica, compensando las obligaciones de las distintas transacciones que realiza un mismo participante, calculando al final del ciclo de operaciones (normalmente una o media jornada) un único saldo de derechos tanto de dinero como de instrumentos financieros.

También estas cámaras, en uno de sus posibles modelos, al cual están convergiendo los mercados financieros internacionales, pueden, mediante la novación de las obligaciones, cumplir el rol de ser la contraparte única y central de todas las operaciones, interponiéndose entre los involucrados en una transacción de valores y garantizando así el perfeccionamiento de la operación. En este caso, al reemplazar el riesgo de crédito de cada contraparte por el riesgo de crédito de la cámara, este riesgo se reduce porque en lugar de analizar a cada contraparte basta con estudiar a la cámara.

Adicionalmente, todos los modelos de cámara reducen el riesgo de las operaciones con instrumentos financieros, dado que la cámara será una entidad supervisada que operará bajo procedimientos de máxima seguridad y con un adecuado sistema de garantías propias. Por su parte, la cámara, en cualquiera de sus modelos exigirá garantías a los participantes, las que podrán ser realizadas por esta extrajudicialmente en caso de incumplimiento.

Plantea que para proveer la base legal necesaria para la operación de una o varias cámaras de compensación, se abordan las carencias en nuestro derecho nacional detectadas por la misión de expertos del Banco Mundial en su informe sobre el sistema de compensación y liquidación de valores, proveyendo un sustento legal suficiente respecto a los siguientes aspectos fundamentales para el buen funcionamiento de las cámaras:

- Reconocimiento legal de la irrevocabilidad y la firmeza de las órdenes de compensación de valores y de fondos que sean aceptadas por la cámara, las que deberán compensarse a todo evento, incluso en caso de quiebra.

- Reconocimiento de la compensación bilateral y multilateral, mediante la novación de obligaciones financieras, especialmente ante la quiebra.
- Régimen legal para los préstamos de valores, comúnmente utilizados para asegurar el cumplimiento de las transacciones.

La firmeza e irrevocabilidad de las obligaciones derivadas de las órdenes de compensación es esencial para el buen funcionamiento de la cámara, principalmente si se trata de una contraparte central, ya que la cámara debe garantizar el buen término de las operaciones. Si un participante de la cámara quiebra después de haber sido aceptada la transacción por la cámara, sus acreedores recibirán el saldo neto que le corresponda a dicho participante, sea en títulos o en dinero, al final del ciclo de liquidación.

Además de lo anterior, para el correcto funcionamiento de la cámara se requiere que los valores que han sido entregados como garantía por los participantes a la cámara no puedan ser embargados o requeridos hasta que haya finalizado el ciclo de liquidación, plazo durante el cual estarán afectos exclusivamente a las obligaciones con la cámara.

En resumen los objetivos de la iniciativa son:

- Permitir que cada agente que realice las actividades de compensación y liquidación de instrumentos financieros contribuya de manera equitativa al financiamiento de la mitigación eficiente de los riesgos de esta actividad;
- Otorgar un marco legal que proteja los derechos de los participantes del mercado financiero;
- Generar incentivos para que los agentes privados hagan una gestión eficiente del riesgo de esta actividad, acotando el riesgo sistémico, y
- Aumentar la eficiencia del funcionamiento del sistema, contribuyendo a mejorar la competitividad internacional del mercado de instrumentos financieros.

Para esto el proyecto propone:

- Marco general para permitir el funcionamiento de un sistema de compensación y liquidación siguiendo recomendaciones internacionales (BIS & IOSCO).
- Separar funciones y riesgos del mercado de capitales.
- Entregar certidumbre legal a las transacciones pendientes de liquidación.
- Infraestructura que busca mitigar riesgos y provee resguardos (garantías) para las operaciones.
- Mecanismos de neteo legal y tecnológicamente seguros

Dado todo lo anterior el proyecto considera dos posibles soluciones de mercado:

1. Cámaras de Compensación de Instrumentos Financieros: realizan la compensación y exigen garantías para cubrir los costos de reposición en caso de incumplimiento de una contraparte.
2. Entidad de Contraparte Central: Se interpone entre las partes para asegurar el cumplimiento de las obligaciones. Exige garantías a los participantes según la exposición al riesgo de los participantes.

Los actuales procesos de compensación y liquidación, que hoy se realizan al interior de la Bolsa de Comercio de Santiago, y en consecuencia aparecen integrados en la misma empresa con el sistema de transacciones, se separan para ser realizados por una nueva sociedad de giro exclusivo, que será una Cámara de Compensación y Liquidación o una Entidad de Contrapartida Central.

Los participantes de los sistemas de compensación y liquidación serán los agentes liquidadores, quienes se responsabilizarán por la liquidación de las órdenes de sus clientes, los corredores y/o Administradoras de Fondos de Pensiones, que hayan sido

calzadas en un mercado de negociación que liquide en un sistema de compensación y liquidación regulado por el marco legal propuesto por este proyecto.

Podrán ser agentes liquidadores los corredores, bancos y otras entidades autorizadas por la Superintendencia de Valores y Seguros que cumplan con los requisitos impuestos por el administrador del sistema de compensación y liquidación.

Se sustituye el banco liquidador por un sistema de pagos autorizado por el Banco Central de Chile para la ejecución de las transferencias de dinero correspondientes a las órdenes calzadas que se liquiden en el sistema de compensación y liquidación.

Para ambos casos el ejecutivo plantea que se constituirán como sociedades anónimas especiales y serán de giro exclusivo.

El proyecto propone además la supervisión tanto del funcionamiento como del cumplimiento de las normativas para lo cual se separa por una parte la supervisión de los participantes en manos de comités internos de la Cámara de Compensación. Se propone la creación de al menos tres comités:

- Comité de Auditoría: encargado de supervisar el cumplimiento de las normas de funcionamiento en sus aspectos operativos.
- Comité Disciplinario: encargado de proponer o aplicar las sanciones por las infracciones a las normas de funcionamiento.
- Comité de Riesgos: encargado de proponer la adopción de las políticas de gestión de riesgos del sistema y de efectuar las evaluaciones o reportes de cumplimiento de las mismas.

Todo el ámbito regulatorio y externo queda en manos de la Superintendencia de Valores y Seguros.

Se establece la exigencia de garantías a los distintos participantes, al inicio de cada ciclo de negociación para cubrir el riesgo en la compensación y fondos de garantía que tienen por finalidad en caso de incumplimiento de cubrir las obligaciones de cualquiera de los participantes cuando las garantías otorgadas en forma individual no resulten ser suficientes. Con esto se busca asegurar la estabilidad, funcionamiento y dar seguridad a los participantes del mercado.

Se propone establecer una escala de garantías, como forma de salvaguardias del sistema de compensación y liquidación.



Fuente: Informe de Comisión de Hacienda del Senado Boletín 5407-05

XI. Escenario Económico y Situación Actual

Dado el escenario económico al cual nos enfrentamos actualmente, y que ha generado una crisis económica a nivel global, resulta importante diferenciar el origen de esta situación.

El origen de la crisis económica actual surge a partir de la concepción de los llamados bonos o papeles tóxicos, denominación dada a un instrumento derivado compuesto por una serie de créditos hipotecarios de altísimo riesgo y cuyo nivel de recuperabilidad resulta prácticamente cero.

Este tipo de documento comenzó a ser transados por diversas entidades, principalmente los llamados Bancos de Inversión y Bancos Hipotecarios, los que a su vez siguieron revendiendo este tipo de papeles a terceros y garantizando además sus propias operaciones con este tipo de documentos, y así sucesivamente contagiando a un gran número de entidades.

A lo anterior se suma que la inexistencia de una correcta supervisión y vigilancia por parte de los organismos superiores y encargados de realizar esta labor, pues todo este mercado se basaba en una máxima de "Autorregulación", entendiéndose por esto que el propio mercado y sus participantes son capaces de discriminar y regular sus acciones en pos de acotar los niveles de riesgo y así asegurar a sus clientes el correcto uso y resguardo de sus fondos.

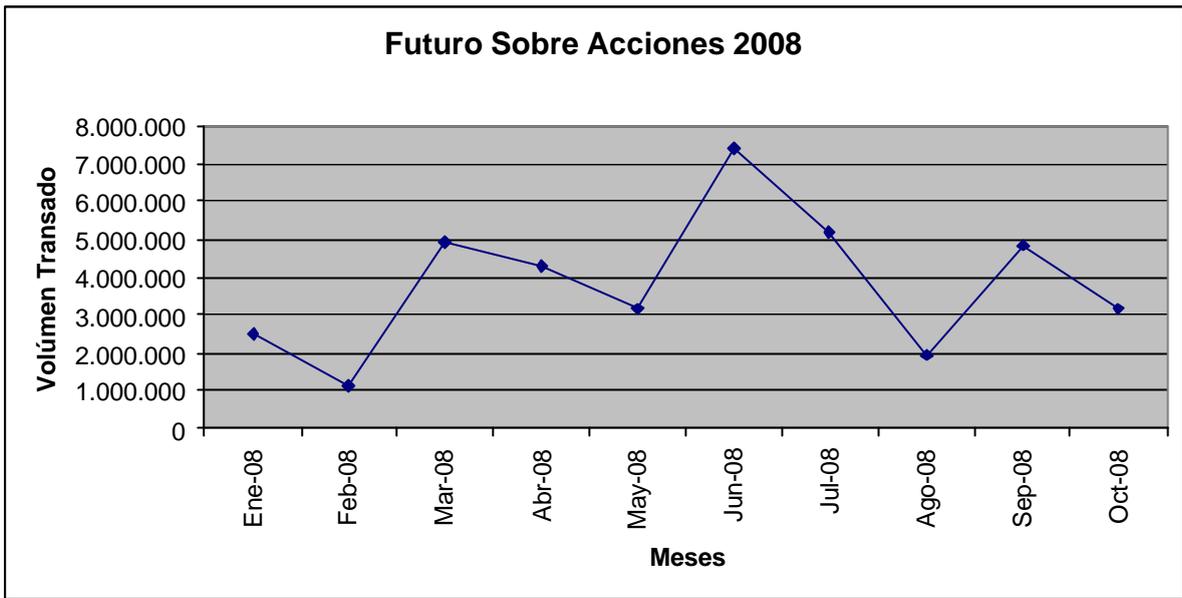
Es importante hacer notar, en función de este estudio de caso, que este tipo de operaciones mayoritariamente se realizó fuera de mercado, es decir, se trató de operaciones directas entre un vendedor y uno o varios compradores, en los cuales no existían regulaciones o reglamentos que permitieran salvaguardar la operación, disminuyendo el riesgo de incumplimiento, situación que sí se salvaguarda con la utilización de la Cámara de Compensación, donde su rol fundamental se basa justamente en dar confianza y seguridad a sus usuarios de que existe un monitoreo constante de las operaciones realizadas, un análisis acabado sobre los instrumentos

transados y que además todas estas operaciones cuentan con garantías que permiten, en caso de incumplimiento por alguna de las partes de evitar pérdidas o colapsos como los que se generaron en los mercados involucrados en esta crisis.

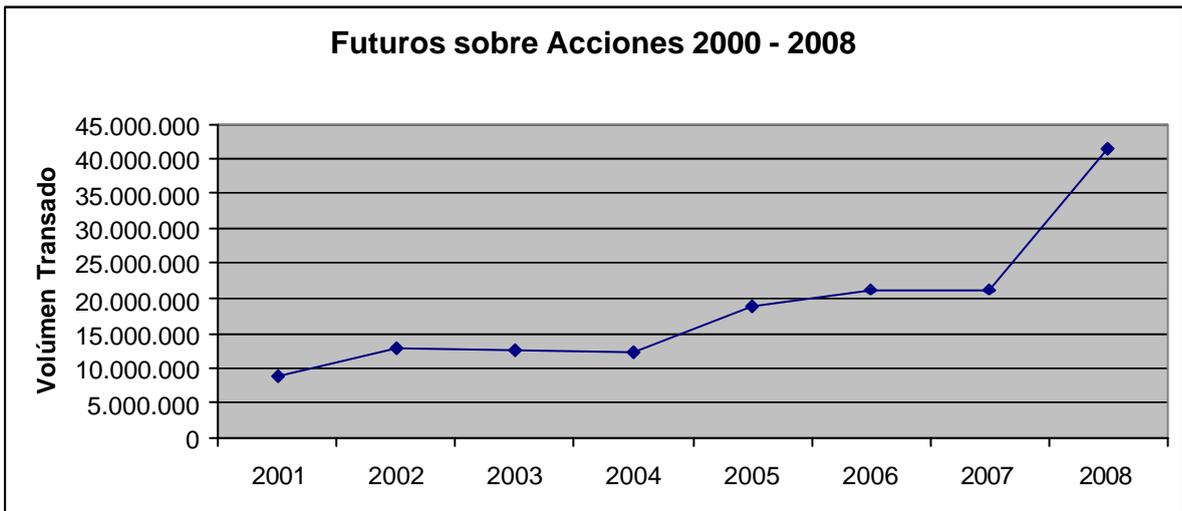
Lo anterior contrasta con la situación que ocurre en los Mercados de Futuros formales, donde están presentes las Cámaras de Compensación y que se encuentran claramente regulados, con entes supervisores, tanto internos como externos, y donde existen reglamentos y procedimientos que son de público conocimiento.

Al analizar el efecto que ha tenido esta crisis en este tipo de mercado, que se confunde con los orígenes de la crisis, se ve que lejos de lo que se podría pensar su nivel de actividad se ha mantenido e incluso en algunos casos ha aumentado, lo que es una gran señal de confianza por parte de los operadores a este tipo de mercados.

Así el caso del MEFF, este ha mantenido sus volúmenes de operaciones, siendo el instrumento con mayor baja el Futuro sobre acciones a Octubre del 2008, el cual pasa de un volumen de 4.837.332 futuros de acciones transadas a 3.138.668, sin embargo, esto también se debe contrastar con el promedio del volumen transado durante el año 2008, el cual alcanza a 3.767.360, por lo cual la baja alcanza a un 16,68%. Pero si todo lo anterior lo comparamos a nivel anual, la situación es totalmente distinta, ya que en el período 2000-2008 el promedio de operaciones transadas alcanza a 18.592.212, pero solo el año 2008 a octubre ya van transadas 41.440.962.

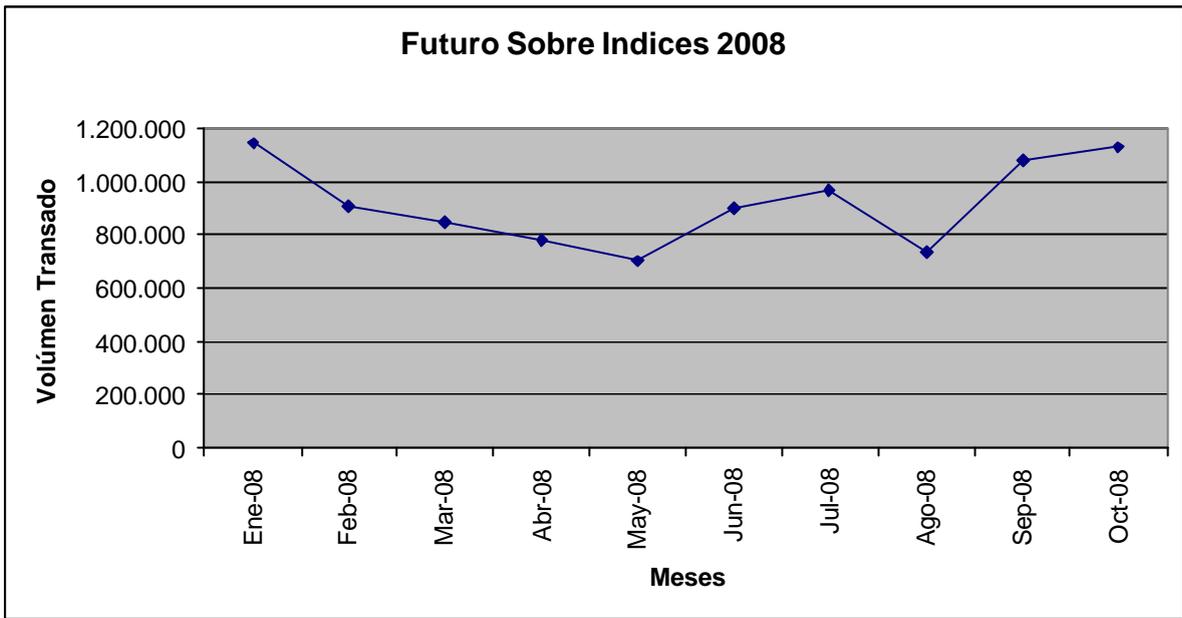


Fuente: Estadísticas Mercado Español de Futuros www.meff.com

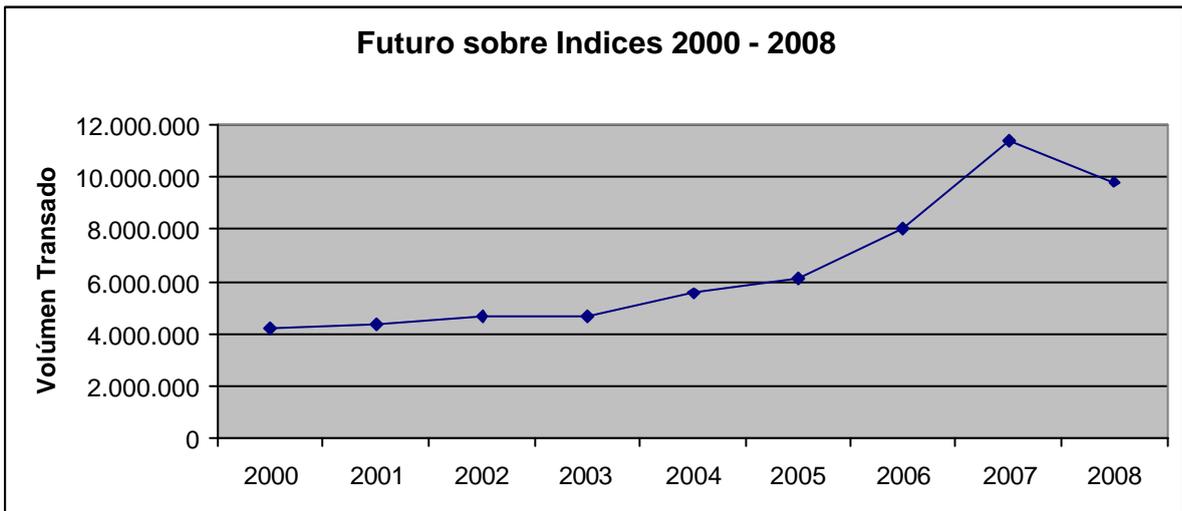


Fuente: Estadísticas Mercado Español de Futuros www.meff.com

En el caso de los futuros sobre índices, este ha experimentado un aumento en su volumen durante el mes de Octubre, sin embargo al compararlo con el año 2007, el año 2008 ha sido un poco menor. Sin embargo, el volumen de operaciones supera con creces las realizadas antes del año 2007.

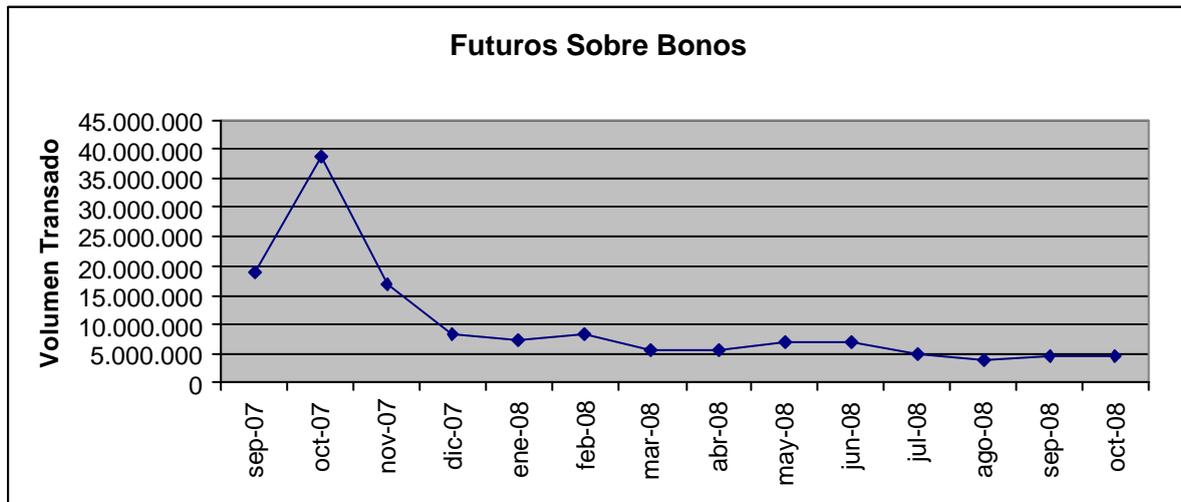
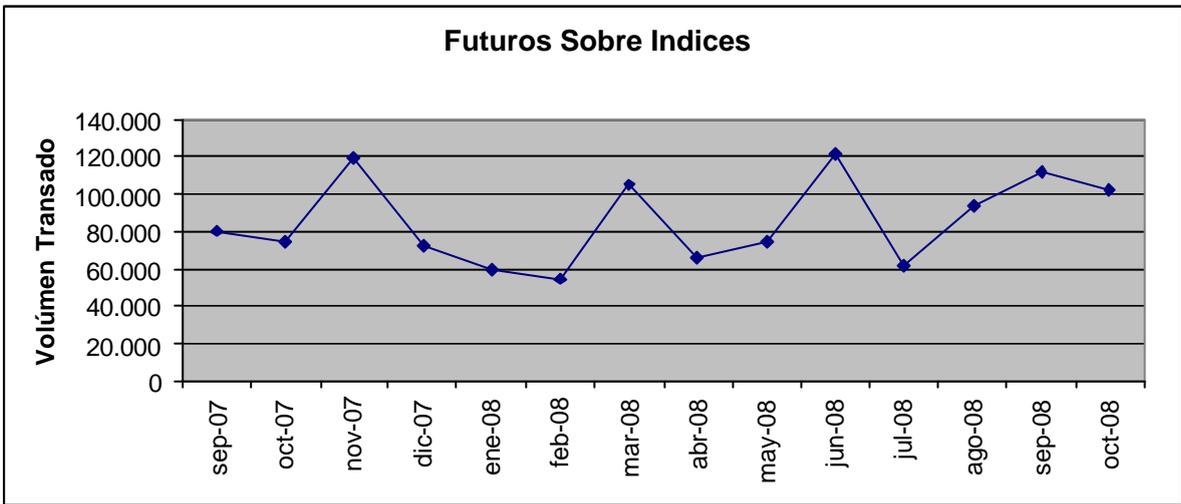
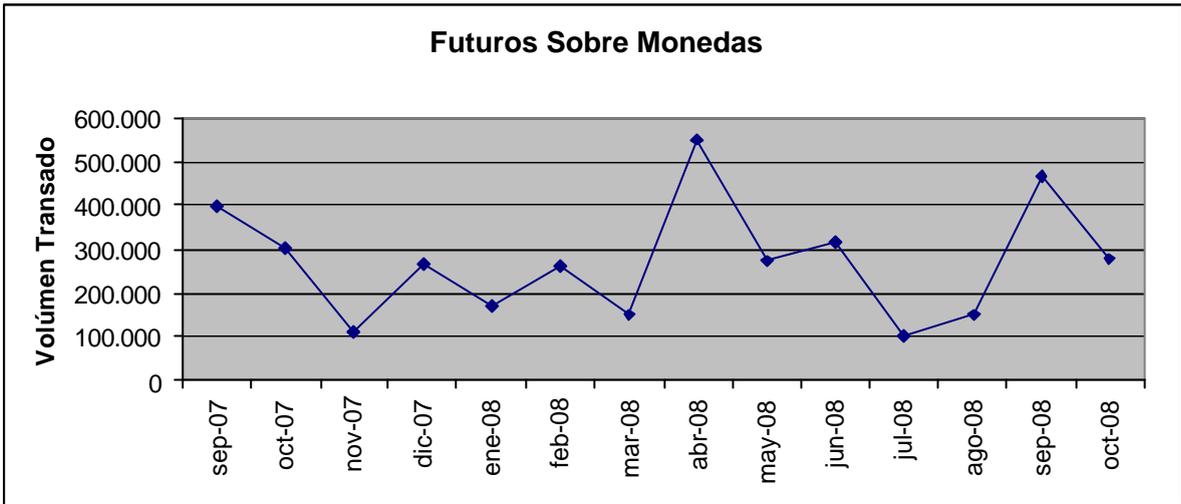


Fuente: Estadísticas Mercado Español de Futuros www.meff.com



Fuente: Estadísticas Mercado Español de Futuros www.meff.com

En el caso del Mexder, la situación es similar en relación a mantener un nivel de operaciones dentro del promedio, sin embargo muestra una leve disminución en la mayoría de sus instrumentos, baja que es mucho menor a la que han experimentado, por ejemplo, las acciones en las distintas bolsas a nivel mundial, o las fuertes fluctuaciones que han experimentado las monedas este último tiempo.



Fuente: Estadísticas Asigna Compensación www.asigna.com.

En conclusión, se puede indicar que este tipo de mercados, cuando funciona correctamente y cuenta con una Cámara de Compensación sería, moderna y que cuenta con un marco de funcionamiento regulado y conocido por todos, permite entregar a los inversionistas una mayor seguridad para sus operaciones, y por lo tanto permite un correcto funcionamiento, que finalmente es el gancho con el cual se logra atraer a potenciales nuevos clientes, tanto nacionales como extranjeros, y de esta forma lograr otorgar una mayor profundidad, dinamismo y liquidez a un mercado, que como se dijo en capítulos anteriores, resulta clave y finalmente es el motor de la internacionalización del Mercado de Valores.

XII. Análisis de la Situación Actual de la Cámara y Propuesta de Mejoramiento

Como se indicó anteriormente, la Cámara de Compensaciones en Chile nació en conjunto con el Mercado de Futuros el año 1990, y hasta hoy no ha sufrido ningún tipo de modificación tanto a nivel legal, organizativo, estructural y operacional.

Lo anterior se ve reflejado claramente en los sistemas de información, los que son la piedra angular de este tipo de mercado, en los cuales se exige contar con acceso en tiempo real a las transacciones, y que sin embargo, dado el nulo movimiento que ha experimentado esta bolsa, no han sido actualizados. Esta situación en un mundo globalizado donde las decisiones o hechos que ocurren más allá de nuestras fronteras repercuten en nuestro mercado prácticamente en tiempo real, como se vio claramente con el derrumbe de los mercados en Estados Unidos y Europa por la llamada crisis subprime, y que finalmente terminó por contagiar a todo el mundo, incluyendo a nuestros mercados, en forma casi simultánea, es una clara señal de lo atrasado que se encuentra nuestro mercado frente a pensar en la posibilidad de darle mayor profundidad y dinamismo.

Resulta además llamativo, que pese a que todas las bolsas de futuros desarrolladas y sus respectivas Cámaras de Compensación cuentan con sistemas integrados de compensación y liquidación, la estructura y diseño de nuestra bolsa de futuros no permite la Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR).

Los sistemas de compensación y liquidación de valores están expuestos a una serie de riesgos (riesgo de capital, riesgo de liquidez, riesgo de costo de reemplazo de una operación fallida, riesgo sistémico), debiendo ser diseñados tratando de minimizar la exposición a dichos riesgos. Sin embargo, al contar con una normativa antigua y que no se ha modernizado, la Cámara de Compensación del Mercado de Futuros de la Bolsa de Comercio de Santiago no cuenta con los suficientes controles y mecanismos que aseguren una adecuada medición de la exposición ante los diversos riesgos que se enfrentan en este tipo de mercados, y a los cuales es fundamental estar monitoreándolos en forma constante.

Las modificaciones planteadas en la reforma enviada por el Ejecutivo al Congreso con respecto al funcionamiento y estructura de la Cámara de Compensación, resulta un importante primer avance en la modernización de esta organización.

Sin embargo, igualmente el proyecto no visualiza en forma clara cual es finalmente la estructura que se quiere dar a la Cámara. Lo anterior resulta vital al momento de pensar en que el eje fundamental de estas reformas es lograr finalmente dar mayor profundidad, liquidez y dinamismo a un organismo que es fundamental para el desarrollo de nuestro Mercado de Valores.

Dado lo anterior, y más que una visión crítica del nuevo modelo planteado, resulta importante enunciar aquellos puntos, que resultan fundamentales al momento de plantearse una modernización y reposicionamiento de la Cámara de Compensación.

a. Estructura Organizativa

Resulta claro, tanto a nivel de la propuesta del Gobierno, como por la evidencia de funcionamiento a nivel internacional, que la estructura actual de la Cámara no es compatible con los objetivos de modernización, dinamismo y profundidad planteados.

Existe coincidencia con respecto a que debe haber una separación de los roles de compensación y liquidación, siendo ambos entes independientes en su estructura y funcionamiento, pero a la vez altamente coordinados y cohesionados en su actual diario.

Con el fin de lograr el dinamismo y profundidad planteados, resulta clave que la Cámara de Compensación sea un organismo totalmente independiente de la Bolsa de Comercio, abriendo así su propiedad a terceros. En este ámbito es importante lograr la participación de los que hoy son los principales actores del mercado de valores como son los bancos.

Como se mencionó en capítulos anteriores, este modelo es el que se adoptó en México, y que les ha dado un gran éxito en poco tiempo.

La incorporación de estos actores permite a la vez traer importantes fuentes de recursos, como también hace atractivo y da mayor seguridad a otros actores a comenzar a operar a través de este mercado.

Es importante además destacar la amplia experiencia que cuentan los bancos en lo referido a las Cámaras de Compensación, ya que estas nacen a partir de la necesidad de compensar los pagos realizados por sus clientes con documentos de otros bancos. Actualmente en Chile el sistema de compensación de los bancos, o las llamadas Cámaras, es un sistema totalmente automatizado, que funciona en línea, que cuenta con sistemas de liquidación simultáneos y con los mayores estándares de seguridad y que además está interconectado con el Banco Central a través del proceso de liquidación en tiempo real llamado LBTR.

En el caso de la liquidación, el modelo a seguir es también el Mexicano, es decir, la existencia de miembros liquidadores independientes, que sean una contraparte de la Cámara, pero que a la vez estén supervisados por un organismo contralor, en este caso el Banco Central de Chile, el que actuará como actor último en el proceso de liquidación, adoptando en parte el mismo modelo que se utiliza con la compensación bancaria, es decir, aplicar el modelo de LBTR, con cuentas particulares de cada entidad, cargando o abonando dichas cuentas, y a la vez controlando en forma constante el nivel de liquidez de cada uno de los integrantes.

b. Marco Legal

Tanto la Cámara de Compensación como sus sistemas de liquidación de valores deben tener una base legal bien establecida, clara y transparente.

El funcionamiento fiable y predecible de un Cámara de Compensación y de un Sistema de Liquidación de Valores depende de las leyes, reglas y procedimientos que fundamentan la tenencia, transferencia, y préstamo de valores y pagos relacionados, y de cómo estas leyes, reglas y procedimientos funcionan en la práctica. Esto es, si los

operadores del sistema, los participantes y sus clientes pueden hacer valer sus derechos. Si el marco legal es inadecuado o si su aplicación es incierta, ello puede dar origen a riesgos de crédito o de liquidez para los participantes del sistema y sus clientes, o a riesgos sistémicos para los mercados financieros en su conjunto.

Otro aspecto importante del marco legal son las reglas y procedimientos de los diversos componentes del sistema, muchos de los cuales representan contratos entre los operadores y los participantes. Este marco legal define las relaciones, derechos e intereses de los operadores, los participantes y sus clientes, así como la manera y momento en que, a través del funcionamiento del sistema, surgen los derechos y obligaciones.

Todo este marco legal y las normas y procedimientos deben ser de dominio público y deben ser accesibles para los participantes del sistema.

Algunos aspectos fundamentales del proceso de liquidación que debe sustentar el marco legal son la capacidad de hacer cumplir las operaciones, protegiendo los activos de los clientes (particularmente frente a pérdidas en caso de insolvencia de algún custodio), inmovilización o desmaterialización de los valores, compensaciones de saldos, préstamo de valores, la firmeza en la liquidación, acuerdos para lograr la entrega contra pago, reglas ante incumplimientos y la liquidación de activos transferidos como garantía.

c. Sistemas de Información

Con respecto a los sistemas de información, se debe contar con herramientas y sistemas que permitan contar con información en línea y simultánea, tanto para los operadores como también para el público en general. El acuerdo y confirmación sobre los detalles de la operación debe producirse tan pronto como sea posible, de manera que los errores y las discrepancias puedan ser detectados en una etapa temprana del proceso de liquidación. Los errores al registrar las operaciones pueden dar lugar a anotaciones y registros imprecisos, aumentos o mala administración de riesgos de mercado y de crédito, así como a mayores costos. La pronta detección por la Cámara de Compensación de estos errores puede ayudar a evitarlos.

Muchos mercados cuentan ya con sistemas para la comparación automática de las operaciones entre participantes directos del mercado. (En muchos mercados, el uso de sistemas electrónicos de negociación evita la necesidad de que los participantes directos del mercado tengan que conciliar o calzar los términos de la negociación.) También se están proponiendo y poniendo en marcha sistemas de calce automáticos para la confirmación de operaciones entre participantes directos e indirectos del mercado y para el calce de las instrucciones para la liquidación. La automatización mejora los tiempos de procesamiento al eliminar el requisito de enviar manualmente la información de una parte a otra y al evitar los errores inherentes al procesamiento manual.

En su nivel más sofisticado, la automatización permite eliminar la intervención manual del procesamiento posterior a la negociación, mediante la puesta en práctica del proceso automático de principio a fin (straight through processing-STP), esto es, procedimientos que precisan introducir los datos de una operación una sola vez y luego utilizan estos mismos datos para todos los requisitos posteriores a la negociación relacionados con la liquidación. Muchos expertos creen que es esencial que se logre el STP en todo el mercado, tanto para mantener altas tasas de liquidación a medida que los volúmenes aumentan, como para asegurar la liquidación oportuna de las operaciones transfronterizas, especialmente si es que se quiere reducir los ciclos de liquidación.

Este nivel de automatización debe ser fomentado e incluso exigido no solo para la Cámara de Compensación, sino que también para los participantes directos e indirectos del mercado

d. Gestión de Riesgos

Es importante que la Cámara de Compensación cuente con una adecuada gestión de riesgos, ya que es ella la que asume la responsabilidad de la administración del riesgo y lo distribuye entre los participantes mediante diversos mecanismos y procedimientos.

Así, si la Cámara de Compensación y liquidación no realiza una buena labor de gestión de riesgos, ésta podría incrementar el riesgo para los participantes del mercado. La

capacidad del sistema en su conjunto para soportar el incumplimiento de los participantes individuales depende de manera crucial de los procedimientos de gestión de riesgos de la Cámara y de su acceso a recursos para absorber las pérdidas financieras. El fracaso de una Cámara de Compensación muy probablemente tendría serias consecuencias sistémicas, especialmente en aquellos casos en que diversos mercados reciben servicio de una misma Cámara. Así, la capacidad de esta para vigilar y controlar los riesgos de crédito, de liquidez, legales y operativos en que incurre y para absorber pérdidas es esencial para el buen funcionamiento de los mercados a los que sirve.

Una Cámara de Compensación debe ser capaz de soportar situaciones difíciles, como incumplimientos de uno o más participantes, y sus acuerdos para obtener ayuda financiera deben ser evaluados en este contexto. Más aún, debe haber una base legal sólida y transparente para los acuerdos de compensación de saldos, ya sea por novación o por otros mecanismos. Por ejemplo, debe imponerse la compensación de saldos a los participantes en situación de quiebra. Sin apoyos legales como éstos las obligaciones netas pueden ser impugnadas en procesos administrativos o judiciales de insolvencia. Si estas impugnaciones salen adelante, es posible que la Cámara o la contraparte original tengan que hacer frente a un riesgo adicional de liquidación.

La Cámara de Compensación debe ser sólida en términos operativos y debe asegurarse de que sus participantes tengan los incentivos y la capacidad para administrar los riesgos que asumen.

La exposición a los riesgos de la Cámara de Compensación debe estar garantizada. La mayoría de las Cámaras exigen que sus miembros depositen garantías para cubrir los efectos de posibles oscilaciones de los mercados sobre posiciones abiertas u operaciones no liquidadas.

Las posiciones también son valoradas a precios de mercado una o más veces al día, y la Cámara toma efectivo o garantías adicionales para cubrir cualquier cambio en el valor neto de las posiciones abiertas de los participantes, desde la última valoración y liquidación.

Durante períodos de volatilidad las Cámaras de Compensación pueden exigir garantías adicionales para minimizar aún más su exposición.

La Cámara de Compensación debe tener reglas que especifiquen claramente cómo se tratarán los incumplimientos y cómo se compartirán las pérdidas, en caso de que las garantías de la empresa que ha incumplido no alcancen a cubrir su exposición. Las reglas y procedimientos para tratar los incumplimientos deben ser transparentes y deben permitir a los miembros y otros participantes del mercado evaluar los riesgos que asumen al pertenecer a una Cámara de Compensación y utilizarla.

e. Gobierno corporativo

Gobierno Corporativo es el sistema mediante el cual las empresas son dirigidas y controladas para contribuir a la efectividad y rendimiento de la organización. Sus objetivos principales son: velar por la transparencia, permitir el conocimiento de cómo los directivos gestionan los recursos, proveer de instrumentos de resolución de conflictos de interés entre los distintos grupos que conforman el gobierno y buscar el logro de equilibrios al interior del sistema

En el caso de la Cámara de Compensación, y dado que es un ente privado pero que cae bajo la supervisión directa de organismos públicos, y que además media entre distintos actores del mercado, resulta de vital importancia, en pos de la transparencia y buen funcionamiento del sistema, el incorporar las mejores prácticas de los Gobiernos Corporativos.

Dentro de estas mejores prácticas, la que resulta fundamental, es la de contar con un directorio conformado en su mayoría por Directores Independientes, ya que con esto se garantiza la transparencia del sistema.

Lo anterior no quita el carácter privado de este organismo, pero si da más confianza a los usuarios del sistema.

La Cámara, además de contar con una importante cantidad de directores independientes, debe tener además una serie de especialistas no relacionados a la empresa o a los accionistas, reflejando así la calidad de empresa de apoyo que se le da los inversionistas y al Mercado de Futuros. Así la Cámara de Compensación no se verá como una organización sobre la cual se deba replicar el ordenamiento estratégico del mercado local, lo que de paso implica evitar además, la posibilidad de controlar la dirección de la Cámara de Compensación por parte de alguna empresa.

Es importante que dentro del marco legal y regulatorio que se defina para la Cámara de Compensación, se establezcan niveles máximos de concentración de propiedad en esta, estableciendo así límites de participación para corredoras de bolsa, bancos u otro inversionista relacionado con el Mercado de Valores, incluyendo así a todas las S.A. abiertas y cerradas.

Asimismo, es importante que los principales cargos ejecutivos de la Cámara, no puedan a su vez ser miembros del directorio, con el fin de dar mayor transparencia e independencia en la toma de decisiones.

f. Información al Mercado

La Cámara de Compensación debe proporcionar a los participantes del mercado información suficiente para que éstos puedan identificar y evaluar de forma precisa los riesgos y costos relacionados con la utilización de sus servicios.

Durante la última década ha habido una creciente aceptación de la contribución que la transparencia puede representar para la estabilidad y el buen funcionamiento de los mercados financieros. En general, los mercados financieros operan de manera más eficiente cuando los participantes tienen acceso a la información relevante relacionada con los riesgos a los que están expuestos y, pueden adoptar de este modo medidas para controlar dichos riesgos. Como resultado, se ha realizado un esfuerzo concertado para mejorar la información pública de los principales participantes en los mercados financieros.

La necesidad de transparencia incumbe a las entidades que integran la infraestructura de compensación y liquidación. Los participantes del mercado bien informados pueden evaluar mejor los costos y riesgos a los que están expuestos como resultado de su participación en el sistema. Pueden imponer una disciplina sólida y efectiva sobre los operadores de dicha infraestructura, motivándolos a perseguir objetivos compatibles con los de los propietarios, los usuarios y la propia política pública.

La Cámara de Compensación debe, por lo tanto, hacer que los participantes del mercado entiendan con toda claridad sus derechos y obligaciones, las normas, reglamentos y leyes que gobiernan el sistema, sus procedimientos de gobierno corporativo, cualquier riesgo que surja, ya sea para los participantes o para el operador, y cualquier paso que se haya tomado para mitigar esos riesgos. La información pertinente debe ser accesible para los participantes del mercado, por ejemplo, a través de Internet. La información debe ser actualizada, precisa y estar disponible en formatos que cumplan con las necesidades de los usuarios.

XIII. Conclusiones

En una economía altamente globalizada, como la que vivimos en la actualidad, y en un mercado que se encuentra en una espiral de cambios constantes, como son los mercados financieros, y que obliga a mantenerse a la vanguardia con las nuevas mecánicas de funcionamiento, puesto que el no estar alineado a ellos, significa no solamente un atraso, sino que más importante aún es la pérdida de competitividad y atractivo para atraer nuevos y mayores capitales, es de vital importancia que los actores que intervienen en él, adopten las estructuras, políticas y procedimientos que les permitan entregar un servicio que esté en línea con los más altos estándares que exige la industria.

A lo anterior se debe agregar el objetivo central planteado para nuestro mercado de capitales tanto por el gobierno como también por sus actores, que es el de modernizar, hacer más competitivo y finalmente lograr una mayor profundidad, con lo cual se lograría la meta final, que es lograr captar mayor volumen de inversiones.

Sin embargo, dentro de todo este marco hay un mercado y en específico un actor que resulta clave en este desarrollo, y que hasta ahora no ha sido considerado, como es la Cámara de Compensación del Mercado de Futuros.

Como se ha dejado de manifiesto en este trabajo, la Cámara de Compensación juega un rol fundamental en el Mercado de Futuros, ya que es ella la que finalmente otorga las garantías a los distintos actores, sean estos compradores, vendedores, corredores y liquidadores, de que existe una entidad independiente y cuya función final radica en dar la seguridad de que las transacciones a futuro que se realicen si pondrán llevarse a término, minimizando el riesgo por no pago o default de alguno de los intervinientes.

Sin embargo, y como se señala en los párrafos anteriores, es de vital importancia para lograr el objetivo antes señalado el modernizar y dotar de una estructura moderna a nuestra Cámara de Compensación.

Es así, como el mejor ejemplo de la falta modernidad de esta entidad se manifiesta al

ver el nulo movimiento que ha experimentado el Mercado de Futuros en nuestro país durante los últimos años, situación que pasa en gran medida porque este es un mercado cuyo eje vital son los sistemas de información modernos, que cuentan con tecnología de vanguardia y que además cuentan con una legislación acorde y que permite su correcto funcionamiento, cosa que no pasa en nuestro mercado.

El Gobierno, dentro de su proyecto modernizador del Mercado de Capitales, recientemente ha decidido introducir cambios en la estructura y funcionamiento de la Cámara de Compensación, buscando así modernizarla y darle un impulso a este mercado.

Estas modificaciones van en la senda correcta, sin embargo no existe un empuje considerable en esta iniciativa, sino que más que nada es el dotar de una base de funcionamiento básica a las Cámaras de Compensación. En este sentido como primer aspecto a modificar se encuentra el Marco Legal de la Cámara de Compensación, ya que sus reglamentos datan desde el año 1990, los cuales no han sido modificados, por lo cual no han adoptado todos los vertiginosos cambios que han ocurrido la última década, en especial en lo referido a tecnologías de información, transacciones remotas y globalización de los mercados.

A mi entender un segundo punto clave resulta de dotar de nuevos y modernos sistemas de información a la Cámara de Compensación, puesto que este es un mercado que funciona en línea y en el cual el principal activo, como es la información, debe estar al alcance de todos en forma simultánea, más aún si lo que se espera es atraer capitales extranjeros, los cuales basan sus operaciones en sistemas remotos y no presenciales. Asimismo el contar con sistemas modernos permite acotar al mínimo los riesgos de errores en las transacciones otorgando de esta manera una mayor seguridad a todos los participantes.

Por último, me gustaría destacar como un tercer punto clave, el adoptar todas las mejores prácticas de los Gobiernos Corporativos, ya que al ser este un mercado en el que se transan importantes sumas de dinero, y en el que además es vital contar con un organismo regulador y mediador independiente. Por lo anterior, y pese a que la Cámara

de Compensación es un ente privado, es básico que este cuente con un Directorio totalmente independiente, con el fin de asegurar a los participantes una transparencia total en su actuar, evitando así cualquier controversia que pudiera afectar su funcionamiento.

Así, si la intención última es realmente generar un polo atractivo que sea capaz de atraer capitales e inversionistas, resulta vital el mirar hacia fuera de nuestras fronteras y tomar como ejemplos a aquellos países que se han sido capaces de convertir a sus mercados de futuros tantos o más atractivos que la Bolsa tradicional, es por esto que se citaron los casos de México y España, ya que sus mercados han logrado alcanzar altos niveles de desarrollo y profundidad que les ha permitido convertirse en plazas latamente atractivas para los inversionistas locales y extranjeros.

XIV. Bibliografía

- ZUNZUNEGUI, Fernando; La reforma de las Cámaras de compensación, Revista de Derecho del Mercado Financiero, Noviembre de 1999
- SÁNCHEZ-ARRIOLA Luna Rodolfo; El Mercado de Derivados y la Administración de Riesgos en México, MexDer, Mercado Mexicano de Derivados, S.A. de C.V. Mayo de 2001
- Sesión 144a. de la Comisión de Hacienda Correspondiente al Período Legislativo 2006 -2010.
- RODRÍGUEZ BRAVO, Vivianne; El Principio de Entrega Contra Pago en el Sistema de Compensación y Liquidación en Chile Superintendencia de Valores y Seguros.
- STAKING, Kim; Gestión de Riesgos Financieros. Un enfoque para países latinoamericanos. Banco Interamericano de Desarrollo
- LAZAN, Vicente; Compensación y Liquidación de Valores y Gestión de Riesgos, Nota Técnica N° 2 Superintendencia de Valores y Seguros
- ZURITA, Salvador; GÓMEZ, Luis; Normativa de los Mercados Derivados en Chile.
- ALARCÓN G. Felipe, SELAIVE C. Jorge, VILLENA M. José Miguel; Mercado Chileno de Derivados Cambiarios, Banco Central de Chile Octubre 2004
- STEINACKER Matías; Normas de Basilea No Implementadas en Chile, Pontificia Universidad Católica de Chile
- Estructura y Desarrollo Actual del Mercado de Derivados en España, Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieras de España

- Oficio N° 7391, Proyecto de ley Sobre Sistema de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros, abril de 2008
- Ley N° 18.045 sobre Mercado de Valores
- Grupo Mercado de Capitales, Hacia una Nueva Reforma del Mercado de Capitales 75 propuestas de modernización ICARE 2007, Septiembre de 2007
- Organización Internacional de Comisiones de Valores IOSCO; Recomendaciones para los sistemas de liquidación de valores, Noviembre, 2001
- Memoria de Asigna, Compensación y Liquidación año 2007
- Reglamento General de los Mercado de Futuros, Bolsa de Comercio de Santiago
- La Bolsa de Comercio de Santiago y los Instrumentos de Mercado, Serie Institucional N°2
- Superintendencia de Valores y Seguros, Web institucional www.svs.cl
- Bolsa de Comercio de Santiago, Web Institucional www.bolsadesantiago.cl
- Banco Central de Chile, Boletines institucionales y Web institucional www.bcentral.cl
- Asigna, Compensación y Liquidación, Web institucional www.asigna.com.mx
- Mercado Español de Futuros, Web Institucional www.meff.com