

## Recuadro V.2: Entrega contra pago en los sistemas de liquidación de valores

Los sistemas de liquidación de valores (SLV) son un componente fundamental de la infraestructura de los mercados financieros, puesto que facilitan el desarrollo de la intermediación de valores y contribuyen al buen funcionamiento de dichos mercados.

En 1988, el Grupo de los Treinta <sup>3/</sup> publicó un conjunto de recomendaciones con el propósito de fomentar mejoras en la seguridad y eficiencia de los SLV. Entre ellas destaca la adopción del principio de entrega contra pago (ECP o DVP, del inglés *Delivery versus Payment*) como método de liquidación de todas las operaciones con títulos de valores <sup>4/</sup>. Esto significa implementar un mecanismo que asegure el intercambio de los títulos representativos de valores, a condición de que se produzca el pago de los mismos.

Por su parte, el Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales (CPSS) publicó en 1992 un informe en el que se analizan los SLV de países G10 e identifican tres mecanismos de implementación del principio de ECP <sup>5/</sup>. Además, en el 2001 entregó una serie de recomendaciones para el adecuado funcionamiento de los SLV, donde el principio N° 7 dice relación con la necesidad de contar con un sistema de ECP <sup>6/</sup>.

### Modelos de entrega contra pago

De acuerdo con el CPSS, todo modelo de ECP debe cumplir tres requisitos fundamentales: la entrega válida de los títulos, el pago de los fondos con carácter irrevocable, y que la transferencia de los títulos solo ocurra con la condición exclusiva de que también se produzca la transferencia de los fondos. Además, identificó tres modelos generales de implementación de un sistema de ECP. Estos varían en función de si los valores y/o los fondos se liquidan en forma bruta (operación por operación) o neta, y dependiendo del momento en que una transferencia se considera irrevocable. A continuación se describe brevemente cada uno de ellos:

<sup>3/</sup> El Grupo de los Treinta, establecido en 1978, es un organismo internacional privado, compuesto por representantes del sector público y privado y del mundo académico.

<sup>4/</sup> "Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets", Grupo de los Treinta, 1989.

<sup>5/</sup> "Delivery vs payment in securities settlement systems", Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales, (CPSS), Septiembre 1992.

<sup>6/</sup> "Recommendations for securities settlement systems", Comité de Sistemas de Pagos y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales, (CPSS), Noviembre 2001.

### **Modelo 1: Sistema bruto, en tiempo real**

El modelo de liquidación bruto en tiempo real es un sistema en el que la transferencia definitiva e irrevocable de los títulos, desde el vendedor hacia el comprador y de los fondos desde el comprador hacia el vendedor, tiene lugar según la modalidad “operación por operación”, es decir, una a una y simultáneamente. En caso de incumplimiento de una de las partes, esto es, que el vendedor no entregue los títulos o el comprador no entregue los fondos, la operación es rechazada y los títulos o los fondos se devuelven al participante cumplidor. Este modelo elimina por completo el riesgo de principal, pero incrementa la necesidad de liquidez de los participantes. Comúnmente, con el objeto de evitar estos inconvenientes, se provee al sistema una facilidad de préstamos de valores o fondos con requisitos de garantías.

### **Modelo 2: Sistema mixto**

La característica principal de un sistema mixto es que las instrucciones de transferencia de títulos se liquidan de acuerdo con la modalidad bruta, es decir, uno a uno, y los fondos se pagan en forma neta al finalizar el ciclo de procesamiento. Los compradores no pueden retirar los títulos hasta no haberse realizado el pago, y la transferencia de los títulos y fondos es irrevocable una vez que la operación ingresa al SLV. Además, si un participante no satisface por completo la obligación de entregar los fondos, la entidad responsable del proceso <sup>7/</sup> deberá tener suficientes recursos para asegurar la liquidación final de todas las operaciones o, en su defecto, acotar el riesgo de insolvencia de los participantes poniendo límites a sus exposiciones o exigiendo garantías.

### **Modelo 3: Sistema de neteo**

Son sistemas que liquidan instrucciones de transferencia de títulos y de fondos en forma neta, en los que la transferencia definitiva de estos se produce simultáneamente al finalizar el ciclo del proceso. En este modelo, el neteo suele ocurrir entre los participantes y la contraparte central <sup>8/</sup> que garantiza la liquidación de todas las operaciones neteadas. En el mundo, muchos sistemas de envergadura emplean el mecanismo de neteo multilateral, con liquidación de las transacciones una o varias veces durante el día.

### **ECP y la modernización del sistema de pagos en Chile**

Luego de la puesta en operación del Sistema LBTR (abril del 2004), fue factible implementar un modelo ECP. La elección del modelo buscó reducir los riesgos que enfrentan los participantes y mejorar la eficiencia del SLV. Además, se tomaron en cuenta los estándares y recomendaciones

<sup>7/</sup> Puede ser una entidad liquidadora o una cámara compensadora.

<sup>8/</sup> La contraparte central (que suele ser la entidad liquidadora) es la entidad que actúa como comprador de todo vendedor y como vendedor para todo comprador.

internacionales sobre esta materia, así como la forma de operar del mercado local. En consideración a lo anterior, se optó por implementar los modelos 1 y 2 antes mencionados.

El primer modelo realiza la liquidación de los fondos en forma bruta, en tiempo real, en el Sistema LBTR <sup>9/</sup> y, paralelamente, la transferencia o liquidación de los títulos en el Depósito Central de Valores (DCV), por lo que ambos sistemas están interconectados. Cabe destacar que las instituciones financieras cuentan con acceso permanente a la facilidad de crédito de liquidez otorgada por el Banco Central.

El otro modelo fue desarrollado por el sector bancario, para lo cual constituyó una sociedad de apoyo al giro denominada “Cámara de Compensación de Alto Valor” (Combanc) <sup>10/</sup>. En él, una vez que la Cámara recibe e ingresa al proceso de compensación una instrucción de pago para una operación tipo ECP, esta operación es irrevocable y en ese momento la transferencia o liquidación de los títulos se realiza en el DCV en forma conjunta con la transferencia de los fondos. Además, la Cámara es la entidad que garantiza la liquidación de las operaciones; para ello cuenta con mecanismos de garantías de liquidación <sup>11/</sup>.

El primer modelo comenzó a operar en junio del 2005 y el segundo, en enero del 2006. Ambos han funcionado sin contratiempos.

---

<sup>9/</sup> El Sistema dispone de un módulo o interfaz para efectuar el ECP denominada “Third Party Submitter”, por medio de la cual una entidad autorizada solicita liquidar pagos mediante las correspondientes transferencias de fondos entre las cuentas de liquidación de los bancos de las partes que concurren a la operación.

<sup>10/</sup> La CCAV comenzó a operar en diciembre del 2005. Ver resumen de cambios normativos en este informe, sección normativa e infraestructura financiera.

<sup>11/</sup> Son aquellos procedimientos creados con el fin de asegurar la liquidación definitiva de la operación (líneas de crédito bilaterales, multilaterales, garantías reales).