



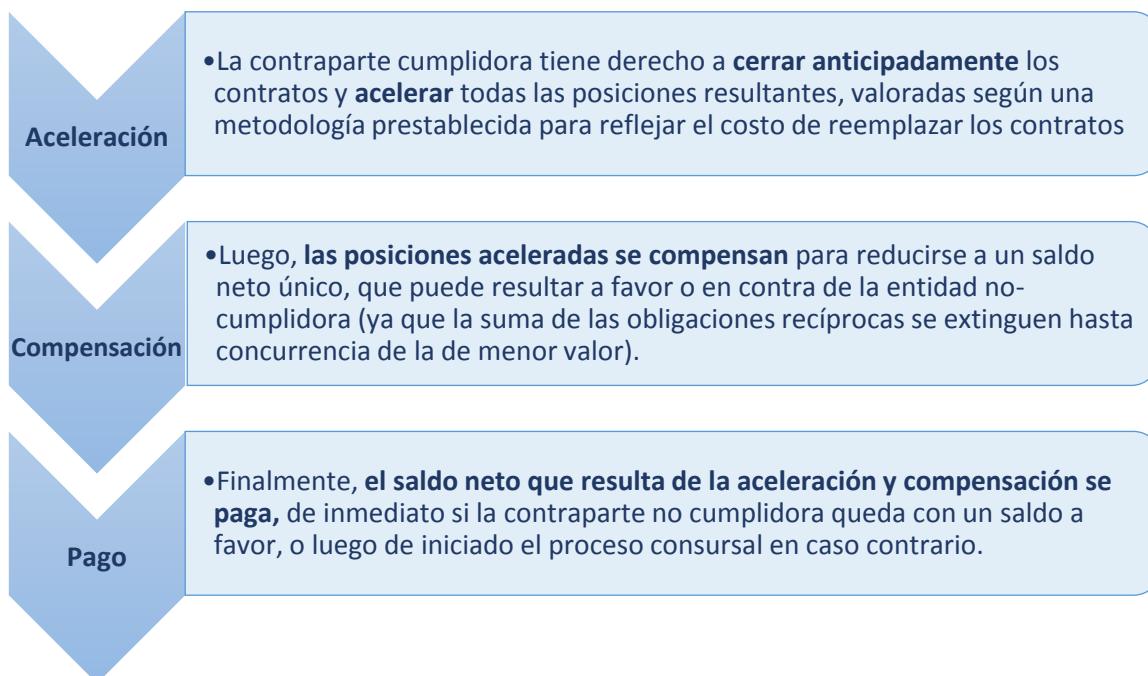
Minuta explicativa

Modificaciones a la regulación de compensación de derivados

Introducción

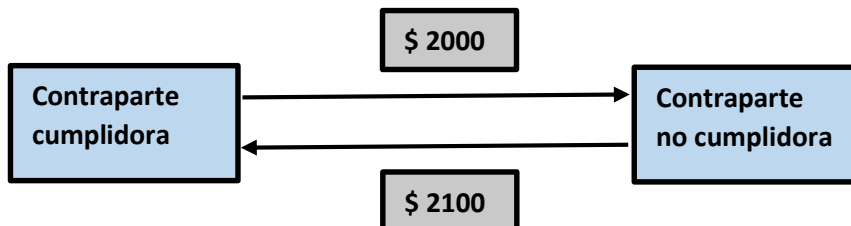
Los “Convenios Marco” para suscribir contratos bilaterales de derivados OTC corresponden a una herramienta relevante para contener los riesgos financieros que subyacen en estas operaciones. Con este objetivo, los convenios marco permiten a las partes establecer términos y condiciones generales bajo los cuales se realizarán las transacciones, estableciendo protocolos estándar, por ejemplo para definir eventos de incumplimiento (*default*) y procedimientos para el cierre de las transacciones (para más detalles ver anexo 1).

Al materializarse alguno de los eventos de *default* establecidos en el convenio marco, la contraparte cumplidora (*non-defaulting party*) tiene el derecho a acelerar las operaciones vigentes. Las posiciones aceleradas resultantes se valoran según una metodología establecida y negociada con anterioridad en el convenio marco, determinando el costo de reemplazo de las transacciones. Para calcular la posición neta final se compensan los resultados de la valoración, por cuanto cada transacción particular puede resultar con valor positivo o negativo dependiendo de la contraparte y condiciones de mercado. De esta forma, en caso de insolvencia, todos los contratos de derivados OTC suscritos bajo un mismo convenio marco se reducen a una obligación neta para una de las partes. Este proceso de cierre anticipado y compensación se conoce a nivel internacional como “*close-out netting*” y se resume en el esquema a continuación.





Entonces, por ejemplo, en un caso en que las posiciones aceleradas sean de \$2.000 a favor de la contraparte no cumplidora y de \$2.100 a favor de la contraparte cumplidora, existen dos escenarios: uno en que se reconoce el *close-out netting* y otro en que no.



- En una jurisdicción que reconoce el *close-out netting*, hay certeza de que existe solo una obligación de pago por \$100 de la contraparte no-cumplidora. La contraparte cumplidora es un acreedor general que deberá posteriormente, si fuera el caso, concurrir al correspondiente proceso concursal de acreedores para intentar recuperar sus \$100.
- Si el *close-out netting* no se reconoce, es posible que en un proceso concursal la contraparte no-cumplidora reclame el pago del saldo bruto por \$2.000 al tiempo que la entidad cumplidora queda con el saldo bruto de \$2.100 por cobrar junto a la masa de acreedores. Una situación de este tipo es claramente mucho más compleja de administrar y requiere que las contrapartes constituyan mayores niveles de garantías y provisiones.

Por lo tanto, como resultado del uso reconocido de convenios marco y del mecanismo de *close-out netting*, los agentes de mercado pueden evaluar sus posiciones en derivados OTC en base a montos netos, tanto para su administración de riesgos, como para sus requerimientos de capital económico o regulatorio. Es decir, gracias a la posibilidad de medir las posiciones en base neta, para un mismo nivel de capital se puede sostener una mayor actividad en el mercado de derivados.

En consecuencia, en las jurisdicciones en las cuales existe plena certeza jurídica respecto a la determinación del valor neto, se consigue amplificar el desarrollo de los mercados de derivados, lo cual resulta de minimizar el “valor en riesgo” que deben considerar cada una de las contrapartes.

Consideraciones de Estabilidad Financiera

Los siguientes riesgos para la estabilidad financiera que pueden surgir frente a un cierre anticipado de todas las posiciones entre dos contrapartes (*close out netting*):

1. **Riesgos de liquidez:** eventos de *close-out netting* podrían originar obligaciones de pago sustanciales a un gran número de agentes de mercado al mismo tiempo, además de obligarlos a sustituir a su contraparte abruptamente. Esta preocupación de política financiera se ve amplificada en el caso de que la entidad no-cumplidora tenga importancia sistémica, en tanto



el cierre anticipado de las posiciones podría implicar que un número importante de contrapartes cumplidoras se vieran obligadas a asumir pagos inmediatos.

2. **Riesgos de reemplazo (*roll over*):** las entidades cumplidoras, aun si no acumularan un valor relevante de pagos a la entidad no-cumplidora como consecuencia de un evento de *close out netting*, podrían verse obligadas a reemplazar un valor material de posiciones de cobertura de riesgo con otros participantes del sistema.
3. **Riesgo de inhibir la capacidad de acción de los supervisores:** la capacidad de acción de los supervisores puede verse afectada por la aplicación de estas cláusulas contractuales de aceleración de las operaciones de derivados en casos de *default*. La posibilidad de que la intervención de las autoridades sobre una institución financiera en problemas sea una de las causales de exigibilidad anticipada de los contratos puede tener un efecto disuasivo sobre el accionar del supervisor, quien razonablemente anticipará las consecuencias de su intervención. Es decir, considerando que la intervención -que busca justamente resolver una situación de fragilidad de una institución financiera- pudiera gatillar las aceleración de las obligaciones de una institución en problemas, empeorando así su situación; el supervisor podrá verse inhibido de ejercer sus atribuciones, lo cual podría, además, amplificar el impacto de un eventual *default* de un operador de tamaño relevante en el mercado. Así, algunas de las causales de cierre anticipado incorporadas en los acuerdos marco pueden llegar a ser contraproducentes para los objetivos de estabilidad financiera.
4. **Riesgos de limitar capacidad de resolución ordenada de la entidad no-cumplidora:** la resolución ordenada de una institución financiera en problemas puede verse amenazada tanto por efectos sobre la misma entidad como por efectos sobre otros agentes o mercados. Por ejemplo, la ejecución de las garantías o liquidación del colateral, puede afectar aún más a la institución en problemas, privándola de activos seguros que podrían utilizarse en su regularización. Efectos adversos sobre otros agentes y mercados también pueden dificultar la resolución ordenada o regularización de la contraparte no-cumplidora, considerando un contexto de mercado más complejo o volátil; sea por el impacto que podría tener el intento de cerrar posiciones descubiertas de un número significativo de agentes de mercado luego del *close-out netting*, como por la volatilidad de precios que al momento en que las contrapartes liquiden las garantías recibidas podría generarse, con potenciales efectos más generalizados sobre los mercados financieros.

Este tipo de situaciones se materializaron en los casos del fondo de inversiones Long Term Capital Management (LTCM) en 1998, y durante 2008 en los casos de los bancos de inversiones Bear Stearns y Lehman Brothers.

La necesidad de limitar estos riesgos – o efectos no deseados de los esquemas especiales de compensación de derivados - ha motivado que diversas jurisdicciones, entre ellas Chile a través de la regulación del BCCh, limiten la aplicación de las cláusulas de *close-out netting* en los contratos de derivados OTC. Al momento de la emisión de la regulación del BCCh actualmente vigente, la principal jurisdicción de referencia era EE.UU., donde el FDIC tiene atribuciones para suspender la



activación de los procesos de *close-out netting* por un día hábil en caso de liquidación, o indefinidamente en caso de intervenir para administrar el banco en problemas o transferir contratos a un banco puente.

Posteriormente a la promulgación de la regulación del BCCh actualmente vigente, y recogiendo la experiencia de la crisis financiera global de 2008, ha surgido mayor consenso y más ejemplos de jurisdicciones que han introducido limitaciones a la aplicación del *close-out netting* en relación al ejercicio de las facultades de las autoridades para enfrentar situaciones críticas en los mercados financieros, validando los objetivos de política del BCCh.

El Financial Stability Board, principal instancia de debate internacional en temas de estabilidad financiera, considera que el ejercicio de facultades de resolución bancaria no debería gatillar la aceleración de contratos de derivados, pero que en caso de ser necesario, debería haber una suspensión de duración acotada, por ejemplo, que no exceda de 2 días hábiles. Ver FSB (2014)^{1/}.

Por su parte, varias jurisdicciones han adoptado esquemas de suspensión de la aplicación del *close-out netting* de duración acotada, como los sugeridos por el FSB. Por ejemplo, el esquema aplicable en Canadá es similar al de EE.UU., con una suspensión de un día hábil, pero indefinida en caso de transferir los contratos a un banco puente. En los casos de México, Suiza y la Unión Europea, el período de suspensión es de dos días hábiles. En tanto, en Japón la duración de la suspensión es definida por el Primer Ministro, como el “período necesario para evitar el riesgo de una disrupción severa en el mercado financiero”. Ver FSB (2016)^{2/}.

Este tipo excepciones a la aplicabilidad del *close-out netting*, que tienen su origen en consideraciones de estabilidad financiera, apuntan al buen funcionamiento del mercado en su conjunto, más que a proteger los intereses de algún agente en particular.

Además, cabe notar que el establecimiento de la central de contraparte de derivados ComDer significó un cambio fundamental en el mercado de derivados OTC chileno. La regulación del BCCh actualmente vigente fue emitida en un contexto en el cual el 100% de los derivados OTC de mercado local eran compensados bilateralmente, mientras que en la actualidad se procesa centralizadamente una fracción relevante del mercado, que se espera continúe creciendo. Este tránsito hacia la compensación centralizada configura un paso adicional en la dirección de un mercado más robusto y estable.

Propuesta de regulación

Conseguir un balance apropiado entre las condiciones para no limitar estos beneficios de contar con un marco legal de *netting* de derivados y, al mismo tiempo, contener eventuales riesgos para

^{1/} FSB (2014) “Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions”. FSB, Octubre. Disponible en <http://www.fsb.org/2014/10/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions-2/>.

^{2/} FSB (2016). “Second Thematic Review on Resolution Regimes”. FSB, Marzo. Disponible en <http://www.fsb.org/2016/03/second-thematic-review-on-resolution-regimes/>.



la estabilidad financiera es el objetivo fundamental que orienta el ejercicio de las facultades regulatorias del BCCh en este ámbito, especialmente en relación a su mandato legal de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. La propuesta de regulación consolida los cuatro Acuerdos de Consejo^{3/} que definen el marco regulatorio actual (anexo 2), que se refieren al reconocimiento de convenios marco, para efectos de la compensación de obligaciones conexas en caso de liquidación voluntaria o forzosa de una de ellas; y a los términos y condiciones generales de dichos convenios en que sea parte una empresa bancaria u otro inversionista institucional, en un nuevo Capítulo III.D.2 propuesto. Con esta estructuración más simple de la normativa, el BCCh apunta a otorgar mayor claridad al mercado respecto del marco regulatorio aplicable a las operaciones de derivados OTC compensados bilateralmente.

Adicionalmente, el BCCh incorpora los desarrollos internacionales post-crisis y flexibiliza los criterios para la aplicación del close-out netting, con el objetivo de facilitar el funcionamiento del mercado, manteniendo siempre los resguardos de estabilidad financiera en relación a las consideraciones anteriormente explicadas. A través de esta propuesta el Banco busca alinear su normativa sobre reconocimiento y regulación de convenios marco para la contratación de derivados bilaterales (OTC) con las recomendaciones y mejores prácticas internacionales en la materia, sin descuidar los objetivos de estabilidad financiera que subyacen a la regulación impartida por este Instituto Emisor, especialmente tratándose de aquellos en que una de las partes sea un banco u otro inversionista institucional.

Esta nueva normativa se encontrará íntegramente contenida en el Capítulo III.D.2 del Compendio de Normas Financieras del Banco.

De acuerdo a la legislación vigente (artículo 140 de la Ley N° 20.720) se consideran obligaciones conexas, para fines de su compensación en caso de liquidación voluntaria o forzosa del deudor, a aquellas que emanen de operaciones de derivados celebradas entre las mismas partes, al amparo de convenios marco de contratación reconocidos por el Banco.

Asimismo, este marco legal faculta al Banco para determinar los términos y condiciones generales de los convenios marco de contratación de derivados en que sea parte una empresa bancaria u otro inversionista institucional, considerando para ello los convenios de general aceptación en los mercados internacionales. Sobre esta base, la regulación propuesta establece que las partes de dichos convenios, que se acojan al nuevo régimen que esta normativa señala, podrán pactar que la exigibilidad anticipada y compensación de los respectivos contratos (*close out netting*) pueda hacerse efectiva también como consecuencia de otras situaciones críticas específicas, anteriores a la liquidación forzosa, que afecten a una empresa bancaria u otro inversionista institucional (por ejemplo, el ejercicio de facultades interventoras de las autoridades supervisoras), siempre que dicha aceleración opere sólo por requerimiento expreso de la contraparte cumplidora (no automáticamente) y habiendo transcurrido un plazo de dos días hábiles bancarios contados desde la ocurrencia del evento respectivo. Asimismo, se contempla que en estos casos el pago del saldo neto resultante de la compensación, sólo sea exigible una vez que la situación crítica sea

^{3/} Acuerdos N°s 1385-04-080117, 1427-02-080807, 1457-02-090122 y 1457-03090122.



regularizada, o bien, cuando se inicie un proceso de liquidación forzosa o concursal, según corresponda, lo que ocurra primero.

Por lo tanto, al acogerse a este “régimen facultativo” contemplado en la nueva regulación, las partes de los convenios marco de contratación de derivados bilaterales tendrán la seguridad de que habrá lugar al *close-out-netting* en caso de liquidación forzosa de una empresa bancaria o liquidación concursal de otro inversionista institucional, a cambio de comprometerse a no hacer efectiva automáticamente la aceleración ante la ocurrencia de otros determinados eventos críticos anteriores a dicha liquidación forzosa. De este modo, **se posibilita la suspensión por dos días hábiles de las etapas de aceleración, o cierre anticipado de los contratos, y la compensación de las posiciones aceleradas, dilatando solo el pago final del saldo neto resultante**, hasta que se regularice la situación o se inicie el proceso de liquidación forzosa o concursal, según corresponda, lo que ocurra primero.

Tabla 1. Resumen marco propuesto.

Cláusulas de close-out netting	Suspensión ante ejercicio de facultades del supervisor y otros eventos determinados	Suspensión ante Liquidación Forzosa
Aceleración	Si, durante 2 días hábiles, prorrogables por las partes	No
Compensación	Sí, durante 2 días hábiles, prorrogables por las partes	No
Pago saldo neto	Si, hasta regularización o Liquidación Forzosa/Concursal	No

Los eventos críticos implicarían que la aceleración de los contratos y la correspondiente compensación de las posiciones, entendida ésta como el cálculo de la posición neta, sólo se podrá hacer por requerimiento expreso de la contraparte cumplidora, excluyendo la aceleración automática o ipso facto, y habiendo transcurrido un período acotado de tiempo: 2 días hábiles bancarios, prorrogables por las partes. De esta manera, por ejemplo en el caso de bancos, un eventual administrador provisional tendría la posibilidad de gestionar ordenadamente la cartera, y los saldos brutos quedarían completamente protegidos con total certeza.

Asimismo, al acogerse a este esquema, la exigibilidad del pago del saldo neto resultante de la aceleración y compensación de los contratos, se suspendería hasta que se regularicen las situaciones críticas, según determinación del supervisor, o al iniciarse un proceso de liquidación forzosa o concursal, según corresponda, lo que ocurra primero. Con esta restricción se evita el riesgo de tener contrapartes solventes obligadas a pagar abruptamente y también que un banco en problemas caiga en incumplimiento de pagos como consecuencia de estos gatillos.

Adicionalmente, la propuesta simplifica el esquema aplicable a las AFP. Si bien en términos generales el régimen aplicable a las AFP es análogo al de bancos (ver tabla A2.1 en anexo 2), se identifican espacios para flexibilizar la regulación más allá de acotar los plazos de suspensión, y facilitar el funcionamiento del *close-out netting* y de la toma de coberturas para los fondos, manteniendo los resguardos es estabilidad financiera (ver resumen en Tabla 2 siguiente).



Una primera flexibilización propuesta consiste en levantar las causales de suspensión del *close-out netting* que se relacionan con la imposición de medidas para la regularización de déficits patrimonial, de encaje, y de reservas, puesto que éstas afectan a la Administradora de fondos, pero no al Fondo. La segunda medida propuesta consiste en levantar las restricciones respecto a la necesidad de ajustarse a límites de inversión, diversificación o de endeudamiento, en tanto se refieren al curso normal de las operaciones sin tener implicancias sobre el riesgo de los contratos.

Resumen de causales de *close-out netting* respecto de las cuales se suspende la aceleración de contratos y compensación de posiciones (detalle en anexo 3)

Tabla 2. Resumen de causales de suspensión temporal de la aceleración y compensación.

Bancos	Compañías de seguro	AFP
Capitalización Preventiva Proposiciones de convenio de acreedores Capitalización por Sistema Financiero Limitaciones o prohibiciones art.20 LGB	Medidas de regularización de: déficit de patrimonio déficit de inversiones sobreendeudamiento	Regularización déficit de: patrimonio mínimo encaje reservas
Insuficiencia o Déficit de: capital mínimo patrimonio efectivo capital básico reserva técnica	Sanciones de: Suspensión de administración Suspensión de actividades	Obligación de ajustarse a límites de: Inversión Diversificación Endeudamiento
Designación o renovación de Inspector Delegado o Administrador Provisional		Designación de Inspector Delegado



Anexo 1: Elementos básicos sobre documentación de transacciones de derivados OTC

La documentación de las operaciones de derivados OTC bilaterales se realiza por medio de un *set* de documentos integral de términos y condiciones contractuales estándar que cubre una amplia gama de transacciones en derivados entre dos contrapartes.

El componente central de la documentación consiste en el documento de Convenio Marco, donde se establecen los términos y condiciones generales bajo los cuales se realizarán las transacciones, entregando una serie de provisiones y cláusulas estándar, como por ejemplo las definiciones de eventos de *default* y procedimientos para el cierre de las transacciones, pero manteniendo espacio para negociar aspectos más específicos de las transacciones. Así, el convenio marco necesita ser complementado por el “Anexo de Crédito” y el “Documento de Confirmaciones”.

El objetivo del Anexo de Crédito es sentar las bases para el funcionamiento de la colateralización de las transacciones. En este documento se establecen el tipo de activos que se pueden utilizar como colateral, los derechos de cada contraparte sobre el *pool* de garantías, el mecanismo de márgenes, etc.

Finalmente, las transacciones particulares se plasman en los Documentos de Confirmación. En éstos se recogen los términos económicos específicos a cada transacción individual, como montos nominales, *timing* de los flujos de efectivo, etc. Es decir, una vez que se ha contratado un convenio marco, las contrapartes se pueden enfocar en negociar los términos económico-financieros esenciales que definen cada “instrumento” derivado. Solo estos términos son los que se negocian individualmente cada vez que se realiza una transacción.

El set completo de documentos se considera como un “Acuerdo Único” entre las partes a través del cual se consolidan todas las transacciones correspondientes, que así se reducen a una obligación financiera neta.

Más allá de los beneficios de este tipo de estructuras de documentación en términos de eficiencia en la negociación de los contratos, la administración de riesgos asociados a la contratación bilateral de derivados se ve fortalecida. Desde la perspectiva de un agente de mercado individual, al suscribir convenios marco para derivados OTC se identifican tres mecanismos que reducen el riesgo de contraparte involucrado en las transacciones: i) la compensación de los pagos entre dos contrapartes durante el curso normal de las operaciones, ii) la colateralización de las exposiciones netas, y iii) la posibilidad del cierre anticipado y compensación de las posiciones ante ciertos eventos preestablecidos. La regulación del BCCh se relaciona con la tercera componente.



Anexo 2: Regulación vigente del BCCh

En Chile, considerando los beneficios reconocidos internacionalmente en la aplicación de esquemas de protección legal a la compensación de las obligaciones recíprocas que surgen de los contratos de derivados, durante 2007 se modificó en esa línea la legislación de quiebras dentro del marco de reformas de MKII. En particular se modificó el ex artículo 69 del Libro IV del Código de Comercio (cuya regla se encuentra actualmente contenida en el artículo 140 de la Ley N° 20.720, con algunas modificaciones de índole principalmente formal), incorporando las operaciones de derivados al conjunto de “obligaciones conexas” para las que, en caso de insolvencia, esa legislación permita la compensación recíproca de obligaciones contraídas por concepto de estas operaciones. Lo anterior, en tanto en estas operaciones de derivados se haya cumplido con: i) haberlas efectuado al amparo de un mismo convenio marco de contratación reconocido por el BCCh y ii) incluir un acuerdo de compensación en caso de quiebra (actualmente liquidación voluntario o de liquidación forzosa. Además, se le otorgó al BCCh la facultad para determinar “los términos y condiciones” para el reconocimiento de los convenios marco en el caso en que participen Bancos u otros inversionistas institucionales, considerando para estos efectos la experiencia internacional.

En uso de estas atribuciones, considerando las prácticas utilizadas en los mercados de derivados más desarrollados, el BCCh reconoció la validez de los convenios marco de ISDA, en sus versiones 1992 y 2002, y también reconoció el convenio marco de la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras (ABIF). Al mismo tiempo, incorporó resguardos apropiados en aquellas materias que, de acuerdo con la experiencia internacional, pueden implicar riesgos relevantes para la estabilidad del sistema financiero y de la economía en general. Estas consideraciones incluyen especialmente a aquellas relativas a los riesgos a la estabilidad financiera, y los efectos negativos sobre la autonomía de los supervisores sectoriales que están implícitos en los esquemas de tratamiento especial en caso de insolvencia, expuestas en la sección anterior.

Consecuentemente, los resguardos incorporados en la normativa local se traducen en que el *close-out netting* se suspende temporalmente en fases de regularización de una institución financiera en problemas. Estas situaciones específicas están relacionadas con el ejercicio de las facultades de que disponen los respectivos organismos supervisores, para aquellos casos en que se pudiera encontrar comprometida la situación patrimonial de alguna de esas entidades. En todo caso, resuelta dicha situación, o durante la fase de liquidación de la entidad, la compensación procede en los términos acordados en el correspondiente convenio marco. Ver tabla A2.1.

Así, en el caso de una entidad bancaria en problemas, los procedimientos de *close-out netting* se podrían activar inmediatamente declarada su liquidación forzosa por parte de la SBIF con acuerdo del BCCh, pero no mientras ese organismo supervisor se encontrase ejerciendo alguna de sus facultades legales para regularizar la situación de la entidad.

Tabla A2.1. Resumen de eventos de suspensión temporal del *close-out netting* en Chile.

Bancos	Compañías de seguro	AFP
Capitalización Preventiva	Medidas de regularización de:	Regularización déficit de:



Proposiciones de convenio de acreedores Capitalización por Sistema Financiero Limitaciones o prohibiciones art.20 LGB	déficit de patrimonio déficit de inversiones sobreendeudamiento	patrimonio mínimo encaje reservas
Insuficiencia o Déficit de: capital mínimo patrimonio efectivo capital básico reserva técnica	Sanciones de: Suspensión de administración Suspensión de actividades	Obligación de ajustarse a límites de: Inversión Diversificación Endeudamiento
Designación o renovación de Inspector Delegado o Administrador Provisional		Designación de Inspector Delegado

Anexo 3: Causales de *close-out netting* respecto de las cuales se suspende la aceleración de contratos y compensación de posiciones

En caso de bancos establecidas en Chile:

1. Que el banco sea sujeto de alguna de las limitaciones o prohibiciones del artículo 20 de la LGB, o de la designación o renovación del nombramiento de inspector delegado o de administrador provisional según el artículo 24 de la LGB.
2. Que el banco incurra o se encuentre en alguna de las situaciones previstas en el Título XV de la LGB, diversas de la liquidación forzosa, incluyendo las circunstancias de capitalización preventiva, obligación de presentar proposiciones de convenio a los acreedores, y capitalización por el sistema financiero.
3. Que el banco incurra en cualquiera de las siguientes situaciones y/o que den lugar a las medidas que respectivamente se indican en la LGB: (i) insuficiencia de capital mínimo de que trata el artículo 50 o la aplicación de multa por déficit de patrimonio efectivo o capital básico, prevista en el artículo 68 siempre que se imponga o proceda la capitalización preventiva; o (ii) el déficit de reserva técnica que exija presentar proposiciones de convenio a los acreedores.

En el caso de otros inversionistas institucionales:

Que conforme a la legislación pertinente se imponga o aplique al correspondiente inversionista institucional por la Superintendencia respectiva cualquiera de las siguientes medidas o sanciones, distintas de la resolución que revoque la autorización de existencia:

1. Compañías de seguro establecidas en Chile:

La aplicación por parte de la Superintendencia de Valores y Seguros de cualquier medida de regularización prevista en los artículos 65 a 73 bis del Título IV del DFL N° 251, de 1931; o de cualquiera de las sanciones de suspensión establecidas en los numerales 3 y 4 del artículo 44 de esa misma legislación.

2. Administradoras de Fondos de Pensiones:

La designación de inspector delegado respecto de una Administradora de Fondos de Pensiones, de conformidad a lo dispuesto por el artículo 94 N°18 del D.L. N° 3.500, de 1980.

