

Recuadro VI.1: Marco regulatorio en Chile sobre la compensación de operaciones de derivados

El tratamiento y resolución de los contratos y operaciones de derivados en caso de *default*, insolvencia o quiebra de una de las contrapartes, tiene dos componentes esenciales. Por un lado, el cierre o término anticipado de los contratos vigentes (*close-out*) y, por otro, la compensación o neteo (*netting*) de los resultados a la fecha de cierre.

Los eventos que pueden detonar un cierre anticipado de operaciones de derivados están definidos usualmente en los correspondientes contratos *master*. Una vez detonado uno de esos eventos, se produce el término anticipado de las operaciones vigentes, y las posiciones resultantes pueden ser neteadas. Si en el neto la parte “fallida” resulta con saldo a favor, entonces la contraparte debe pagarle de inmediato. En caso contrario, y como cualquier otro acreedor desprotegido, deberá esperar los resultados del proceso de liquidación, o cobrarse con las garantías (colaterales) a las que eventualmente pudiera tener derecho. En este sentido, las condiciones de término anticipado y neteo contenidas en los contratos *master* de derivados establecen un esquema especial, distinto y claramente favorable respecto de otros acreedores.

Beneficios de un esquema especial para operaciones de derivados

Los beneficios que resultan de la aplicación de estos esquemas especiales se relacionan con los siguientes aspectos:

Mejoramiento de la gestión del riesgo de contraparte: la posibilidad de neteo es reconocida en la literatura como una herramienta útil para la gestión de riesgos, por cuanto permite, por ejemplo, ajustar o cerrar posiciones no deseadas en forma más eficiente, mediante la toma de posiciones contrarias con la misma contraparte^{4/}.

Reducción de requerimientos de capital: los esquemas de neteo permiten considerar como relevante solo el riesgo de crédito que resulta de las exposiciones netas y, por lo tanto, para un nivel dado de capital, cada participante puede soportar un nivel de operaciones muy superior al que sería posible en

caso de que dichas exposiciones se calcularan en base a las posiciones brutas. De hecho, la existencia de estos mecanismos de neteo puede explicar, al menos en parte, la rápida expansión experimentada por los mercados de derivados durante los últimos años.

Complejidades de un esquema especial para operaciones con derivados

No obstante los eventuales beneficios asociados a un tratamiento especial para la resolución de los contratos y operaciones de derivados, la experiencia internacional también sugiere la presencia de aspectos altamente complejos y de riesgo sistémico:

Reducción de incentivos para el monitoreo de riesgos: la aplicación de esquemas de neteo implica reducir efectivamente las exposiciones de riesgo bilateral de los participantes, en comparación con las exposiciones brutas. Este efecto reduce los incentivos de los participantes a invertir recursos en el monitoreo del riesgo de contraparte. Lo anterior no es más que la cara reversa del “beneficio” señalado anteriormente, en términos de reducción de requerimientos de capital.

Limitaciones en reducción del riesgo sistémico: la reacción de las autoridades ante casos efectivos de riesgo de *default* o insolvencia de una institución financiera relevante indica que, a pesar de la existencia de procedimientos de *close-out netting*, los potenciales efectos sistémicos del cierre de un participante relevante siguen siendo significativos.

En los casos del fondo de inversiones *Long Term Capital Management (LTCM)* en 1998 y del banco de inversiones *Bear Stearns* en el 2008, las autoridades mostraron preocupación respecto de la eventual activación de procesos de *close-out netting*^{5,6/}. En efecto, se consideraba altamente incierto el impacto que tendría sobre los mercados financieros y la economía en general, el intento de un número significativo de contrapartes de cerrar posiciones descubiertas luego del

^{4/} Bliss y Kaufman (2005).

^{5/} W. Mc Donough, Presidente de la Fed de Nueva York, 1998.

^{6/} T. Geithner, Presidente de la Fed de Nueva York, 2008.

close-out, o liquidar las garantías recibidas. Esta preocupación ha sido también reconocida por el BIS^{7/}.

En el caso de *Lehman Brothers*, durante los días previos a su declaración de quiebra en septiembre del 2008, la incertidumbre se concentró en la capacidad de los mercados para absorber la ejecución masiva de las garantías asociadas a derivados tipo *credit default swaps* suscritos por entidades tales como *AIG*. Lo anterior, por cuanto se desconocía el monto global de las posiciones abiertas y, por lo tanto, de las respectivas posiciones netas involucradas^{8/}.

Dificultades para la acción de las autoridades: el análisis de las causales de cierre anticipado incorporadas en los contratos *master* de aceptación internacional, indica que algunas de ellas pueden afectar el ejercicio de las facultades de los organismos supervisores, relacionadas con la intervención de una determinada entidad en situación de riesgo de insolvencia. Lo anterior podría, además, amplificar el impacto sistémico en el caso de *default* de un operador de tamaño relevante en el mercado.

Considerando estas complejidades, los marcos regulatorios internacionales establecen algunos resguardos. Por ejemplo, más allá de las definiciones sobre la materia contenidas en los contratos *master* promovidos por la *International Swaps and Derivatives Association (ISDA)*, el *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)* de EE.UU. dispone de atribuciones legales para suspender la activación de los procesos de *close out netting* en el caso de insolvencia de las entidades financieras bajo su jurisdicción^{9/}. Estas atribuciones del *FDIC* han sido actualizadas, clarificadas y reforzadas en la reforma del 2005 a la ley de quiebras estadounidense^{10/}.

Normas sobre compensación de derivados del Banco Central de Chile

El Banco Central de Chile orienta el ejercicio de sus facultades tanto a materias de reconocimiento de contratos o convenios *master* de derivados, como a la determinación de los términos y condiciones generales aplicables a dichos convenios. Para ello considera las prácticas utilizadas en los mercados de derivados más desarrollados y, al mismo tiempo, incorpora 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.

Hasta ahora, el Banco Central ha otorgado su reconocimiento a los convenios *master* de contratación de derivados *ISDA*

y a los convenios *ABIF* utilizados entre bancos y otras contrapartes locales^{11/}.

Por su parte, los términos y condiciones generales establecidos por el Banco Central disponen que las entidades que suscriben un convenio marco de aquellos reconocidos, pueden acordar cualquier causal de exigibilidad anticipada que establezcan en su carácter de contrapartes^{12/}. Sin perjuicio de lo anterior, en el caso de bancos y otros inversionistas institucionales, el Banco Central ha definido ciertas situaciones específicas en las cuales la compensación que procede por aplicación de las causales de exigibilidad anticipada convenidas queda suspendida. 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, la compensación procede en los términos acordados en el correspondiente convenio *master*. De la misma forma, se resguarda la potestad normativa conferida al Banco Central de Chile por su Ley Orgánica Constitucional y otros cuerpos legales.

Así, en el caso de una entidad bancaria en problemas, los procedimientos de *close-out netting* se podrían activar inmediatamente declarada su liquidación por parte de la *SBIF*, pero no mientras ese organismo supervisor se encontrase ejerciendo alguna de sus facultades legales para regularizar la situación de la entidad. Estos resguardos de las facultades de los organismos supervisores del sector financiero en Chile son comparables, aunque menos restrictivos, a los que dispone el *FDIC* en EE.UU.

Efectos sobre requerimientos patrimoniales y límites de crédito de los bancos

La *SBIF*, de acuerdo con las mejores prácticas y recomendaciones internacionales en la materia, ha establecido en su normativa los procedimientos de equivalencia entre las posiciones en instrumentos derivados que mantienen las entidades bancarias en Chile, y las exposiciones crediticias para efectos de determinación de los correspondientes requerimientos patrimoniales y límites de crédito. Esta normativa ha sido actualizada recientemente, con el fin de reconocer en los correspondientes algoritmos, el efecto positivo en el riesgo de contraparte de los esquemas de compensación de operaciones con derivados. Como cabe esperar, este corresponde a una reducción de los requerimientos de capital y liberación de márgenes de crédito cuando las operaciones de derivados se efectúan al amparo de los convenios *master* reconocidos por el Banco Central.

^{7/} BIS (2007a).

^{8/} Gyntelberg (2008).

^{9/} Bliss y Kaufman (2006).

^{10/} Krimmenger (2005).

^{11/} Acuerdos 1385-04-080117 de enero del 2007 y 1427-02-080807 de agosto del 2008.

^{12/} Acuerdos 1427-02-080807 de agosto del 2008 y 1457-02-090122 de enero del 2009.