



## RECUADRO II.1:

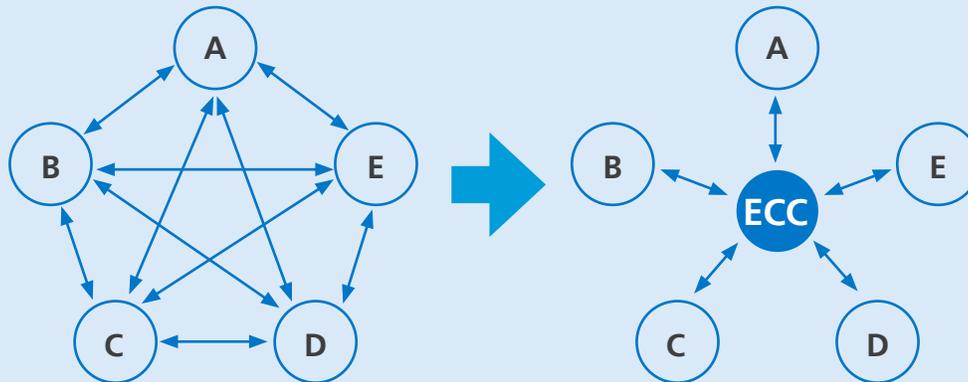
### El Rol de las Entidades de Contraparte Central

Las Entidades de Contraparte Central (ECC) son un tipo de infraestructuras del mercado financiero (IMF) que permiten centralizar transacciones financieras realizadas en el mercado, con el objetivo de facilitar su operación, reducir el riesgo de crédito y aumentar la liquidez disponible. Las ECC se interponen entre los compradores y vendedores de instrumentos financieros, convirtiéndose en el comprador de todo vendedor y en el vendedor de todo comprador. De esta forma, eliminan la obligación bilateral existente entre las partes de la transacción, creando a la vez obligaciones entre la ECC con cada una de las partes. Esta sustitución de obligaciones contractuales se conoce como novación (Figura II.1)<sup>35/</sup>.

**FIGURA II.1** PROCESO DE NOVACIÓN DE LAS ENTIDADES DE CONTRAPARTE CENTRAL

Red de obligaciones bilaterales sin novación

Red de obligaciones posteriores a la novación



Fuente: BCCh.

El proceso de novación de las ECC trae consigo múltiples beneficios a sus participantes y al sistema. En primer lugar, sus exposiciones en base neta se traducen en la reducción en los costos de transacción, menores colaterales y mayor disponibilidad de liquidez, en comparación con las transacciones bilaterales en base bruta. Adicionalmente, al reducir el valor de las transacciones se reduce el riesgo de crédito para cada contraparte y con ello para el sistema. Por último, las ECC entregan mayor transparencia a los mercados, en especial cuando compensan transacciones OTC, proveyendo también de una visión holística de las operaciones a los reguladores y supervisores, además de proveer de reglas comunes a las operaciones en lugar de contratos bilaterales *ad hoc*.

Sin embargo, el funcionamiento de las ECC tampoco está exento de riesgos asociados a su naturaleza, los que deben ser correctamente mitigados para evitar efectos negativos sobre los mercados. La centralización de las transacciones concentra el riesgo de crédito a través de la ECC, riesgo que tiene el potencial de afectar a

<sup>35/</sup> Una vez que una orden de compensación correspondiente a una transacción es aceptada por la ECC, esta se interpone entre ambas partes de la transacción, convirtiéndose en la contraparte de ambos participantes. Adicionalmente, la ECC puede establecer transacciones adicionales con sus participantes.



todos los participantes que se encuentran expuestos a ésta. De esta manera, la disrupción de sus operaciones puede traer severos efectos sobre la estabilidad del sistema. A través de los principios aplicables a las ECC, dentro de los PFMI, la comunidad internacional ha establecido estándares mínimos específicos que buscan asegurar la solvencia y robustez operacional de estas IMF a través de una serie de mitigadores.

En primer lugar para mitigar el riesgo de crédito las ECC cuentan un sistema de garantías y márgenes, que deben cubrir como mínimo las dos mayores posiciones deudoras, de manera de asegurar la liquidación de operaciones cuando exista una posición impaga. Estos colaterales se estructuran en lo que se conoce como la cascada de impago (*i.e. Default Waterfall*), formada por márgenes, inicial y de variación, individuales, garantías colectivas, el patrimonio de la ECC y fondos de garantías de contribución de los participantes sin *default*. Todos los colaterales, deben constituirse con instrumentos altamente liquidables y confiables. Si bien las ECC son similares a los Servicios de Compensación y Liquidación de Valores (SCLV), un aspecto relevante donde difieren es que las ECC deben aportar con su propio capital en la cascada de impago para cerrar las posiciones deudoras del participante incumplidor. En cambio, las SCLV sólo compensan las obligaciones bilaterales de las partes sin centralizar las relaciones contractuales a través de la novación. De esta forma, los SCLV no asumen la obligación legal de liquidar las obligaciones de un participante incumplidor, aún cuando estas provengan de las operaciones aceptadas y compensadas por el sistema. Para asegurar que las garantías constituidas por los participantes sean suficientes en todo momento, las ECC deben incorporar mecanismos de gestión de riesgo comprensivos con altos estándares de modelamiento financiero.

El riesgo de mercado de las ECC se mitiga ajustando el nivel mínimo de garantías exigidas de acuerdo con las variaciones de precio de los instrumentos aceptados y compensados por la ECC (*i.e.* margen de variación). Cuando el precio de un instrumento presenta alta volatilidad a lo largo de un día, la ECC realiza llamados a margen en efectivo que obligan a los participantes a cubrir la variación del precio con garantías adicionales en efectivo. Respecto al control interno, las ECC cuentan con protocolos establecidos que aseguran la continuidad del negocio en caso de contingencia y fallas operacionales.

Entre las ECC más importantes y que operan a nivel internacional destacan la *Chicago Mercantile Exchange* (CME), *Euroclear* y *London Clearing House* (LCH). Mientras CME se especializa en la compensación de derivados bursátiles, Euroclear lo hace en valores y LCH por su parte compensa derivados de tasas de interés e instrumentos de deuda OTC. A nivel local existen dos ECC, ComDer y CCLV ECC, que compensan derivados OTC e instrumentos de renta variable transados en la bolsa de Santiago, respectivamente<sup>36/</sup>. Por otro lado CCLV administra de manera paralela a la ECC un SCLV que compensa instrumentos de deuda transados en la bolsa.

Durante la Crisis Financiera Global, el funcionamiento de las ECC fue calificado como exitoso por parte de las autoridades mundiales, en relación al desempeño de los mercados bilaterales OTC. La existencia de garantías, la certeza jurídica y la transparencia para los reguladores acerca de las transacciones en cuestión, llevó a incluir dentro de las recomendaciones el uso de las ECC para las operaciones OTC, la obligación de operar a través de ellas (*i.e.* clearing mandatorio) y mejorar sus estándares prudenciales.

Durante la crisis de la pandemia las ECC tuvieron que lidiar con volatilidades del mercado financiero que no se experimentaban desde el año 2008. Si bien a nivel internacional sólo se presentaron incumplimientos de pequeños participantes, ninguno tuvo efectos sobre la estabilidad financiera local ni global. Sin embargo, casi todas las ECC se vieron obligadas a efectuar importantes llamados a margen que afectaron la liquidez de sus participantes. Este hecho ha dado lugar a un debate acerca de la prociclicidad de los llamados a márgenes, publicándose una serie de recomendaciones que contienen mecanismos anti-prociclicidad, para que a futuro las alzas en llamados a margen en períodos de alta volatilidad generen menor estrés (ISDA, 2021).

---

36/ Si bien CCLV ECC acepta contratos de derivados bursátiles, hoy las operaciones ingresadas al servicio son casi nulas.