

# INICIATIVA SOBRE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE PAGOS Y VALORES DEL HEMISFERIO OCCIDENTAL



## DOCUMENTO DE TRABAJO 1:

### MATRIZ PARA EVALUACIÓN Y RECOMENDACIONES ACERCA DE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE VALORES

*El presente documento de trabajo fue elaborado en el contexto de la Iniciativa sobre Compensación y Liquidación de Pagos y Valores del Hemisferio Occidental. Esta iniciativa es conducida por el Banco Mundial en asociación con el CEMLA, y está respaldada por un Consejo Asesor Internacional (IAC)<sup>1</sup>. La matriz se utiliza como herramienta para realizar evaluaciones y recomendaciones acerca de los sistemas de compensación y liquidación de títulos valores de los países visitados por la Iniciativa. La primera versión fue preparada por el equipo de títulos-valores que visitó Chile en diciembre de 1999 e incluyó a: De La Lastra, Iñigo (Comisión Nacional del Mercado de Valores, CNMV España); Guadamillas, Mario (Banco Mundial) y a Holttinen, Eija (Autoridad de Supervisión Financiera, FSA Finlandia). El documento fue modificado por el equipo de títulos valores que visitó Trinidad y Tobago en febrero del 2000, e incluyó a: Guadamillas, Mario (Banco Mundial); Salas, Andrea (Comisión Nacional de Valores, CNV Argentina) y a Saverson, Ester (Comisión de Valores de Estados Unidos, SEC). El documento se ha enriquecido con los comentarios del resto de los equipos internacionales que visitaron los países, las autoridades locales, el equipo central del proyecto y los miembros del IAC. Como resultado de nuevas evaluaciones en otros países en virtud de la Iniciativa, se incluirán nuevos cambios a esta herramienta.*

*El objetivo de este trabajo es brindar una herramienta para evaluar los sistemas de los países. Los autores reconocen que la clasificación de los estándares es arbitraria y que podrían haberse aplicado otras clasificaciones. La inclusión de los estándares en la matriz no implica que los autores o las instituciones para las que trabajan estén a favor de ellos o en contra de otros que no hayan sido incluidos. Solamente se han utilizado como una guía para la evaluación.*

---

<sup>1</sup> El IAC engloba a las siguientes instituciones: Banco Mundial, CEMLA, Banco de Pagos Internacionales, Banco de Italia, Banco de Portugal, Banco de España, Consejo de Reguladores de Títulos Valores de las Américas (COSRA), Banco Central Europeo, Consejo de la Reserva Federal, Banco de la Reserva Federal de Nueva York, Banco Interamericano de Desarrollo, Fondo Monetario Internacional, Organización Internacional de Reguladores de Títulos Valores (IOSCO), Comisión de Valores de España, Comisión de Valores de Estados Unidos (SEC).

## LISTADO DE ESTÁNDARES Y MEJORES PRÁCTICAS UTILIZADOS EN LAS EVALUACIONES

El presente listado no comprende todos los estándares y mejores prácticas existentes relacionados con los sistemas de compensación y liquidación de títulos valores. Además, a medida que avance el trabajo de la Iniciativa, en su caso, se incluirán estándares y mejores prácticas adicionales relevantes para el análisis. Las referencias se presentan debajo, en orden alfabético, indicando el sitio web en el cual el documento está directamente disponible, o bien existe información acerca de cómo acceder a él. El listado también incluye algunos documentos que fueron utilizados para diseñar la estructura de la matriz a pesar de que no existe una referencia directa a ellos en la misma.

Algunas de estas normas mencionadas han sido emitidas con fines específicos y pueden no ser relevantes para el análisis de los mercados emergentes. Por esta razón, las evaluaciones no comparan las normas individuales con la situación del país, sino que comparan conceptos más amplios, identificados como factores relevantes, con la situación actual de los sistemas de compensación y liquidación en el país correspondiente. Se presentan en forma separada, a los fines del análisis, si bien existe una fuerte interrelación entre ellos.

### **Banco de Pagos Internacionales, BIS ([www.bis.org](http://www.bis.org))**

- *Estándares mínimos en los acuerdos de neteo y liquidación transfronterizos y con divisas múltiples. - Minimum standards for cross-border and multi-currency netting and settlement schemes (Estándares mínimos Lamfalussy)-1990*  
Referencia en la matriz: L I-VI
- *Principios claves para los Sistemas de Pagos con Importancia Sistémica - Core Principles for Systemically Important Payment Systems, Diciembre de 1999*  
Referencia en la matriz: CP I-X

### **Consejo de Reguladores de Títulos Valores de las Américas, COSRA**

- *Principios de compensación y liquidación de COSRA - COSRA principles of clearance and settlement -1996*  
Referencia en la matriz: COSRA 1-5

### **Sistema Europeo de Bancos Centrales (ESCB) ([www.ecb.int](http://www.ecb.int))**

- *Estándares para la utilización de los sistemas de liquidación de títulos valores de la Unión Europea en las operaciones crediticias ESCB - Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations -1998*  
Referencia en la matriz: EU 1-6

### **Grupo de los 30, G30 ([www.group30.org](http://www.group30.org))**

- *Recomendaciones del Grupo de los 30 acerca de la compensación y liquidación de títulos valores - Group of thirty recommendations regarding securities clearance and settlement (G30)-1989.*  
Referencia en la matriz: G30 1-9

**Federación Internacional de Bolsas de Valores, FIBV ([www.fivb.org](http://www.fivb.org))**

- *Mejores prácticas de compensación y liquidación - Clearing and Settlement Best Practices –Septiembre de 1999*  
Referencia en la matriz: FIBV

**Asociación Internacional de Servicios de Valores - International Services Securities Association, ISSA ([www.issanet.org](http://www.issanet.org))**

- *Recomendaciones G30/ISSA: 1997 Revisión de Status, Noviembre de 1997*

**Organización Internacional de Comisiones de Valores, IOSCO ([www.iosco.org](http://www.iosco.org))**

- *Compensación y liquidación, Informe del Comité Técnico - Clearing and Settlement, Report of the Technical Committee,*  
Julio de 1990.  
Referencia en la matriz: TC
- *Compensación y liquidación en los mercados emergentes - Una guía, Informe del Comité de Desarrollo (ahora denominado Comité de los Mercados Emergentes) Clearing and Settlement in Emerging Markets 3/4A Blueprint, Report of the Development Committee (now called the Emerging Markets Committee),*  
Octubre de 1992.
- *Venta en Corto y Préstamo de Valores: Cuestiones para Considerar, Informe del Comité de los Mercados Emergentes - Short Selling and Securities Lending: Issues for Consideration, A report by the Emerging Markets Committee,* Mayo de 1997
- *Hacia un marco legal para la Compensación y Liquidación en los mercados emergentes, Informe del Comité de los Mercados Emergentes - Towards a Legal Framework for Clearing and Settlement in Emerging Markets, Report of the Emerging Markets Committee,* Noviembre de 1997.  
Referencia en la matriz: IOSCO1-5
- *Objetivos y Principios de la Regulación de Títulos Valores, Informe de la IOSCO - Objectives and Principles of Securities Regulation, Report of IOSCO,*  
Septiembre de 1998.  
Referencia en la matriz: IOSCO13.8-13.11

FACTORES RELEVANTES	COMPONENTES	ESTÁNDARES	STATUS EN EL PAIS	RECOMENDACIONES
<b>1. Procesos de Compensación y Liquidación</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Objetivo: contar con sistemas ágiles y confiables para el procesamiento de las transacciones y con un sistema adecuado y efectivo en cuanto a los costos para sus participantes.</li> </ul>	1.1 Ciclo de Liquidación	<ul style="list-style-type: none"> <li>Un mercado debería alcanzar la liquidación a los tres días de la fecha de realización de la transacción (“T+3”). (G30-7)</li> </ul>	•	•
	1.2 Comunicación, verificación y comparación de las transacciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>El calzamiento de las transacciones debería ocurrir lo antes posible una vez efectuada la transacción. Todas las comparaciones de transacciones entre los participantes de mercado deberían efectuarse para T+1. (G30-1, IOSCO13.10)</li> <li>De ser posible, deberían establecerse lazos automatizados entre el sistema de negociación y el sistema de liquidación. (IOSCO13.10)</li> </ul>	•	•
	1.3 Confirmación/Afirmación de las transacciones	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los inversores institucionales y los custodios deberían ser miembros de un sistema de comparación de transacciones que logre la afirmación positiva de los detalles de una transacción. (G30-2, FIBV2)</li> </ul>	•	•
	1.4 Integración de sistemas	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debería existir un sistema central integrado para el calzamiento, la liquidación de los títulos-valores y de los pagos mediante anotaciones en cuenta. (FIBV8.1.5)</li> </ul>	•	
	1.5 Codificación homogénea	<ul style="list-style-type: none"> <li>Todas las emisiones de títulos negociadas deberían tener un número de identificación de seguridad que cumpla con los requerimientos de International Securities Industry Numbering (“ISIN”). (G30-9)</li> </ul>	•	•
<b>2. Riesgo de Liquidación</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Objetivo: alcanzar el DVP definitivo e irrevocable y mejorar la eficiencia global del proceso de liquidación.</li> </ul>	2.1 Liquidación con Entrega contra Pago (“ECP”) definitiva e irrevocable	<ul style="list-style-type: none"> <li>La ECP debería utilizarse como método para liquidar todas las transacciones de títulos-valores. (G30-5)</li> </ul>		•
	2.2 Fondos del mismo día	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los pagos asociados con las transacciones de valores deberían realizarse con fondos del mismo día. (G30-6)</li> <li>El sistema debería brindar una liquidación definitiva ágil en la fecha valor, preferentemente durante el día y como mínimo, al final de él. (CPIV)</li> </ul>	•	
	2.3 Neteo y liquidación bruta en tiempo real (“LBTR”) como métodos de liquidación para reducir el riesgo	<ul style="list-style-type: none"> <li>El neteo y la liquidación bruta en tiempo real (LBTR) son mecanismos de liquidación efectivos. La autoridad regulatoria y los participantes del mercado deberían analizar los volúmenes de mercado y la participación a fin de determinar qué mecanismo es el apropiado para su plaza financiera y de esta forma, entender claramente los riesgos financieros afectados por los procesos de neteo. (IOSCO13.11.2, LII, CPII).</li> </ul>	•	•

FACTORES RELEVANTES	COMPONENTES	ESTÁNDARES	STATUS EN EL PAIS	RECOMENDACIONES
		<ul style="list-style-type: none"> <li>Los acuerdos de neteo multilateral deberían contar con procedimientos claramente definidos, asegurar la liquidación en caso de imposibilidad de liquidar por parte de un participante con la mayor posición neta deudora, y contar con criterios de admisión públicamente divulgados que permitan un acceso justo y amplio. (LIII, LIV, LV, CPIII, CPV, CPIX)</li> </ul>		
	2.4 Segregación de activos	<ul style="list-style-type: none"> <li>El pool de títulos valores o de derechos en un depositario debería estar protegido de los reclamos propios del depositario y de los acreedores comunes del agente de intermediación (broker). (IOSCO2)</li> </ul>	•	•
	2.5 Procedimientos para asegurar la liquidación	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los requerimientos de margen de garantía se pueden utilizar en combinación con otros mecanismos a fin de gestionar el riesgo de los participantes del mercado, las cámaras compensadoras y los mercados. (IOSCO 13.11, EU6)</li> </ul>	•	
	2.6 Riesgo de Liquidez	<ul style="list-style-type: none"> <li>Las organizaciones centrales de compensación y los depositarios centrales de valores ('Operadores del Sistema') deberían mantener fuentes adecuadas de liquidez a fin de cumplir con sus obligaciones financieras en forma puntual. La confianza en una fuente puede presentar riesgos significativos en caso de una crisis financiera. Deberían estudiarse las posibilidades de diversificación de las fuentes de liquidez con el objetivo de reducir tales riesgos. El nivel de liquidez necesario debería basarse en una evaluación de los riesgos a los que está sujeta la entidad, y deberían estar sujetos a una revisión por parte de la autoridad regulatoria. (TC 1.2, G30-8, IOSCO 13.11.3)</li> </ul>	•	
<b>3. Cuestiones Legales</b>	3.1 Neteo (base legal)	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debería existir una base legal sólida para el neteo que incluya el reconocimiento legal de la novación. (L1, CPI, EU1, FIBV5)</li> </ul>	•	•
<ul style="list-style-type: none"> <li>Objetivo: una base legal sólida y adecuada a la operativa marcada por los avances tecnológicos</li> </ul>	3.2 Definición clara de los derechos de propiedad	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debería existir una definición legal clara acerca de los derechos de propiedad sobre los títulos-valores. (EU1a, IOSCO1)</li> </ul>	•	•
	3.3 Leyes de Quiebra e Insolvencia	<ul style="list-style-type: none"> <li>El pool de títulos-valores o de derechos patrimoniales mantenidos en un depositario debería quedar protegido de los reclamos de los acreedores comunes del depositario y del agente de intermediación bursátil. (IOSCO2)</li> </ul>	•	•
	3.4 Firmas y Documentos Electrónicos	<ul style="list-style-type: none"> <li>La ley debería reconocer las firmas y documentos electrónicos a fin de facilitar la negociación, compensación y liquidación de las transacciones de títulos-valores.</li> </ul>	•	•
	3.5 Conflictos de Leyes	<ul style="list-style-type: none"> <li>Deberían existir mecanismos claros para resolver las incertidumbres</li> </ul>	•	•

FACTORES RELEVANTES	COMPONENTES	ESTÁNDARES	STATUS EN EL PAIS	RECOMENDACIONES
		jurídicas y los conflictos de leyes. (IOSCO4)		
	3.6 Prenda	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los procedimientos para crear y exigir la prenda de títulos-valores deberían simplificarse a fin de alentar la presentación de garantía contra el riesgo de crédito en un sistema basado en la inmovilización o la desmaterialización (IOSCO5)</li> </ul>	•	•
	3.7 Venta en Corto	<ul style="list-style-type: none"> <li>La venta en corto es considerada como un mecanismo útil en algunas jurisdicciones para ayudar a la liquidez. En los países en los que se permite, la regulación debe resguardarse de prácticas manipuladoras, incluyendo aquéllas relacionadas con una posición en corto significativa. En algunas jurisdicciones esto involucra una combinación de ventas en corto y préstamo de valores, y la restricción de las ventas en corto a los papeles más líquidos. La divulgación de las posiciones en corto y los préstamos de valores (o al menos, su información a la autoridad regulatoria) constituye una herramienta para reducir más el riesgo. (IOSCO 13.11.3)</li> </ul>	•	•
	3.8 Préstamo de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>El tomar y otorgar préstamos de valores debería alentarse como método para agilizar la liquidación de las transacciones de títulos valores. El préstamo de valores desempeña un rol legítimo e importante en aquellos mercados que permiten la venta en corto. (TC 2.3.8)</li> </ul>		•
<p><b>4. Cuestiones de Control Regulatorio</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Objetivo: el sistema de compensación y liquidación de transacciones de títulos valores debería estar sujeto a control regulatorio, y estar diseñado para asegurar que es justo, efectivo y eficiente, y que reduce el riesgo sistémico.</li> </ul>	4.1 Regulación de las Cámaras Compensadoras Centrales y los Depositarios Centrales de Valores como Organizaciones Autorreguladas (SROs)	<ul style="list-style-type: none"> <li>El sistema de compensación y liquidación de las transacciones de títulos valores debería estar sujeto a control regulatorio, y debería estar diseñado para asegurar que es justo, eficiente, efectivo y que reduce el riesgo sistémico. (IOSCO 13.9)</li> <li>La autoridad regulatoria de los títulos públicos debería tener autoridad para licenciar Operadores del Sistema como SROs y revisar y aprobar sus normas. (COSRA4)</li> <li>Los participantes deberían estar sujetos a supervisión por parte de una autoridad gubernamental o autorregulada sujeta a control del gobierno. (COSRA1)</li> <li>Una SRO, una cámara compensadora central o un depositario central de valores (CSD) deberían contar con la suficiente capacidad y estructura organizacional como para hacer cumplir sus normas, y las regulaciones y las leyes de títulos valores. (TC 1.3)</li> </ul>	•	•

FACTORES RELEVANTES	COMPONENTES	ESTÁNDARES	STATUS EN EL PAIS	RECOMENDACIONES
	4.2 Autoridad para impartir directivas (y órdenes)	<ul style="list-style-type: none"> <li>La autoridad regulatoria de los títulos públicos debería estar facultada para impartir órdenes y directivas acerca de la compensación y liquidación de las transacciones de títulos valores y de aquéllos que participen en la compensación y liquidación de las mismas. (IOSCO13.9)</li> </ul>		
	4.3 Autoridad para inspeccionar a las entidades reguladas y hacer cumplir las regulaciones y las leyes sobre títulos-valores.	<ul style="list-style-type: none"> <li>La autoridad reguladora debería tener autoridad para llevar a cabo inspecciones periódicas y para requerir informes y hacer cumplir las leyes y regulaciones de títulos valores. (COSRA3, IOSCO13.9)</li> </ul>		
	4.4 Forma de gobierno de las compensadoras y las depositarios centrales de valores (CSDs).	<ul style="list-style-type: none"> <li>Un Operador del Sistema debería brindar a los participantes la oportunidad de participar en la administración de sus asuntos. Los participantes deberían poder opinar acerca de la forma en la que se toman las decisiones. Además, debería mantenerlos informados acerca de los cambios en las normas y deberían recibir estados contables auditados en forma anual, una memoria auditada acerca de los controles internos y, sobre una base regular, demás informes relevantes. (TC 1.5, CPX)</li> </ul>	•	•
	4.5 Suficiencia de Recursos para cumplir con responsabilidades de control	<ul style="list-style-type: none"> <li>La autoridad regulatoria de los títulos públicos debería contar con personal adecuadamente capacitado, que tenga el conocimiento y las aptitudes apropiadas para llevar a cabo sus responsabilidades de control. (IOSCO 13.8-13.9)</li> </ul>	•	•
<b>5. Instituciones de Compensación y Liquidación y sus participantes</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Objetivo: aprovechar economías de escala centralizando los procesos de liquidación</li> </ul>	5.1 Depositario Central de Valores	<ul style="list-style-type: none"> <li>Debería existir un depositario central de valores y debería alentarse a una participación de la industria lo más amplia posible. Una función primordial de un CSD consiste en inmovilizar o desmaterializar los títulos-valores asegurando que la mayor parte de las transacciones de títulos-valores se procesa mediante anotaciones en cuenta. El sistema de depósito ofrece la base para lograr una liquidación de las transacciones con bajo riesgo y coste. La característica más importante del sistema de anotaciones en cuenta es que una transferencia de una cierta suma de un emisor de una cuenta a otra puede realizarse mediante un simple crédito o</li> </ul>	•	•

FACTORES RELEVANTES	COMPONENTES	ESTÁNDARES	STATUS EN EL PAIS	RECOMENDACIONES
		débito en los registros de la CSD. Otras características importantes incluyen la compensación de las transacciones, la custodia, y actividades de liquidación/post-liquidación en el procesamiento de los títulos e información, tales como actividades corporativas de las empresas y gestión de los derechos económicos (dividendos/intereses). (G30-3)		
	5.2 Requerimientos de participación	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Debería existir un adecuado equilibrio entre la necesidad de seguridad en el sistema y una amplia participación en el sistema de compensación y liquidación. (COSRA1, LV, CPIX, EU5)</li> </ul>	•	•
<b>6. Cuestiones de Salvaguarda</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Objetivo: salvaguardar los títulos valores y los fondos bajo su control y registros relacionados.</li> </ul>	6.1 Integridad de los registros	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un Operador del Sistema debería poder proteger la integridad de sus operaciones ante amenazas internas o externas razonablemente anticipadas. (COSRA5)</li> <li>• Un Operador del Sistema debería contar con procedimientos apropiados para realizar copias de respaldo de la información. (TC 1.1)</li> <li>• Un Operador del Sistema debería desarrollar planes de contingencia a fin de minimizar las interrupciones (TC 1.1)</li> </ul>	•	•
	6.2 Salvaguarda de títulos y fondos	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un Operador del Sistema debería contar con salvaguardas suficientes para garantizar la seguridad de los fondos y los títulos bajo su control. (COSRA2, EU3)</li> </ul>		
<b>7. Capacidad del Sistema</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Objetivo: proveer un sistema con una capacidad operativa adecuada.</li> </ul>	7.1 Capacidad operativa	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un Operador del Sistema debería contar con la capacidad suficiente para procesar un volumen razonable, anticipando los aumentos estacionales de actividad. Un Operador del Sistema debería realizar estimaciones formales de capacidad actual y futura, pruebas de capacidad en forma periódica en caso de variaciones extremas (stress test), y realizar revisiones anuales independientes a fin de evaluar si estos sistemas pueden desempeñar su función en forma adecuada. (COSRA5)</li> <li>• Un Operador del Sistema debería contar con sistemas de respaldo y planes de contingencia acerca de cómo operaría el sistema en caso de un fallo o si las computadoras no pueden utilizarse debido a un escenario de desastre. Un Operador del Sistema debería realizar pruebas periódicas de estos sistemas de respaldo y planes de contingencia. (TC 1.1, CPVII)</li> </ul>		•