

**EL SISTEMA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN EL MILA: UN NUEVO
ENTENDIMIENTO REGIONAL EN BÚSQUEDA DE UNA MEJOR
COMPETITIVIDAD A NIVEL MUNDIAL**

Laura Velandia Ortegón

Y

Sebastián Marín Barba

Categoría Pregrado

EL SISTEMA DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN EN EL MILA: UN NUEVO ENTENDIMIENTO REGIONAL EN BÚSQUEDA DE UNA MEJOR COMPETITIVIDAD A NIVEL MUNDIAL

Contenido

Introducción.

1. Proceso de integración del Mercado Integrado Latino Americano
 - 1.1. Antecedentes
 - 1.2. Etapas
 - 1.3. Situación actual y perspectivas hacia el futuro
 2. Problemáticas relacionadas con el proceso de compensación y liquidación dentro del modelo de integración del MILA
 - 2.1. Generalidades de la compensación y liquidación
 - 2.2. Disparidad de los sistemas de compensación y liquidación entre los países miembros del MILA
 - 2.3. Problemáticas relacionadas con la propiedad de los valores
 - 2.3.1 Cuentas Individuales y Ómnibus
 - 2.3.2 Sistema de Compensación y Liquidación
 3. Criterios de armonización en materia de compensación y liquidación
 - 3.1. Impacto de la estandarización en el MILA
 - 3.2. Experiencia internacional
 - 3.3. Propuesta de unificación dentro del MILA
 4. Conclusiones
- Bibliografía

Resumen

A través de la armonización de los modelos de compensación y liquidación en el Mercado Integrado Latino Americano se podrá lograr un mejor desarrollo y crecimiento de los mercados locales y regionales. En este escrito se demostrará que por medio de la creación de cuentas paralelas en cada uno de los países integrantes del MILA, se logrará dar solución a los problemas relacionados con el registro de la propiedad del título valor producido por la coexistencia de cuentas ómnibus e individuales en cada país; del mismo modo, a través de la unificación del sistema de contrapartida central para impulsar la compensación y liquidación facilitando que las entidades locales y extranjeras puedan realizarla sin ningún inconveniente. Así pues, todos estos aspectos serán analizados con el objetivo de

crear una estrategia que garantice una adecuada articulación durante la segunda etapa del MILA y coadyuvar en el crecimiento del mercado de capitales.

Palabras claves: Compensación y Liquidación, Mercado Integrado Latino Americano (MILA), Cámara Central de Contraparte, Cuentas Ómnibus, Cuentas Individuales, Principio de Finalidad, Depósitos Centrales de Valores, Sistema de Saldo, Riesgo Legal, Riesgo Sistémico.

JEL: G15

Abstract

Through the settlement of the models of redress and clearing in the Latin American Integrate Market could be a better development of the stock integration for a flourishing local increase. In the omnibus accounts regime and individuals that generate problems in the property and title registration, it shall be ensured that exist mix of parallel accounts in each of the countries of the MILA; likewise, through the unification of central counterparty system to impulse the redress and liquidation, facilitating that local and foreign entities could execute the work. All these aspects would be analyzed with the aim to create a strategy that guarantee a better joint during the second stage of MILA and the increase of capitals market.

Key words: Clearing and Settlement System, Integrated Latin American Market (MILA), Central Counterparty Clearing House, Omnibus Account, Nominee Account, The Principle of Irrevocability of Financial Operations, Central Securities Deposit, Financial Accounting System, Legal Risk, Systemic Risk.

JEL: G15

Introducción

El Mercado Integrado Latino Americano (MILA) es la puerta hacia un mercado de capitales competitivo a nivel global que se encamina al crecimiento regional del mercado de valores colombiano, al igual, que el de sus demás integrantes, Perú, México y Chile.

El desarrollo de la integración bursátil latinoamericana se ha dilatado debido a la ausencia de criterios de armonización, entre ellos, en el sistema de compensación y liquidación (Baquero-Herrera, 2013). La mencionada carencia de regulación normativa, lleva intrínseca el riesgo legal, y por ende, el riesgo sistémico en el mercado que se ve reflejado en el posible incumplimiento de las obligaciones de uno o varios participantes en el sistema, en la medida que de no haber afinidad en los conceptos de aceptación de la orden de transferencia de fondos o valores, la anotación en cuenta, el régimen de cuentas nominales u ómnibus y la efectividad del principio de finalidad de las operaciones, se podría producir una desconfianza para la inversión en los mercados de los países miembros.

Con esta investigación, se pretende identificar los inconvenientes que se han presentado entorno a la disparidad de los sistemas de compensación y liquidación entre los países integrantes del MILA, para crear una estrategia tendiente a su solución y procurar el crecimiento del mismo. Dicha propuesta estará direccionada a unificar el sistema de contrapartida central como mecanismo para llevar a cabo la compensación y liquidación en el MILA; la creación de cuentas paralelas para evitar inconvenientes en el registro de títulos valores, y para el caso del contrato de depósito, administración de valores y anotación en cuenta, gestionar y permitir la colocación de títulos por parte de un emisor en el sistema de depósito de los países miembros.

El presente documento se desarrollará en tres grandes capítulos. El primero relacionado con los antecedentes, etapas, situación actual y perspectivas para el futuro del MILA. El segundo, consistente en la problemática en torno a la disparidad de los procesos de compensación y liquidación, destacando, los inconvenientes por los diferentes regímenes de cuentas individuales y ómnibus, la anotación en cuenta, la efectividad del principio de finalidad y la aceptación de la orden de transferencia de fondos o valores. Finalmente, en el tercer capítulo, expondremos nuestra propuesta encaminada a generar estrategias de armonización en materia

de compensación y liquidación, para con ello, lograr el crecimiento local y regional del mercado de valores.

1. Proceso de integración del Mercado Integrado Latino Americano

El proceso de integración del MILA se ha programado en dos etapas a saber: una que podría denominarse de 'creación' y otra, de 'articulación'. Teniendo en cuenta que en la actualidad el proceso de integración del MILA cursa su primera etapa, ha sido relativamente poco el crecimiento del mercado regional (Banca Empresarial. Revista Semana Económica, 2014)

En el presente acápite, se mostrará que las perspectivas futuras de esta integración, buscan una articulación total de los mercados de los países miembros para procurar su desarrollo y evolución, incluso, con la inserción de otros importantes participantes como Brasil.

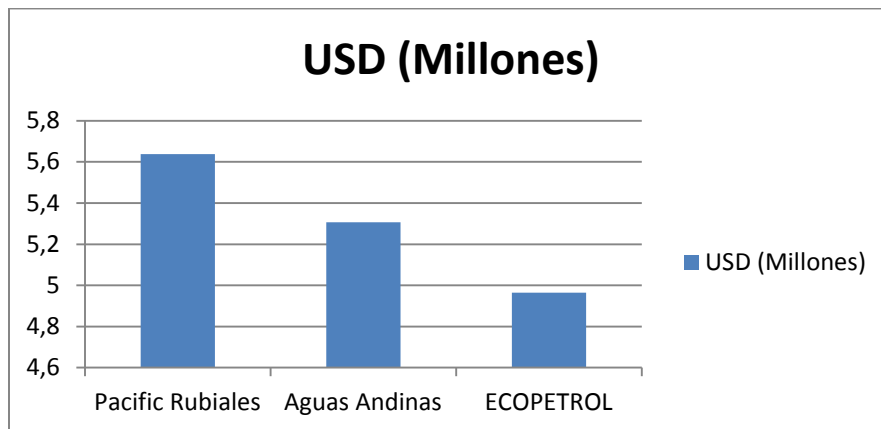
Así, se contextualizará sobre la metodología que se ha implementado en el proceso de estructuración del MILA, para que de esta manera, se entienda el objetivo de esta investigación, representado en la exploración de estrategias tendientes a crear criterios de armonización para coadyuvar a la segunda etapa del proceso de integración bursátil latino americano.

1.1. Antecedentes

En búsqueda de un mayor crecimiento del mercado de capitales a nivel regional, que garantizara una mejor competitividad internacional, se quiso construir un modelo unificado de integración bursátil.

El Mercado Integrado Latinoamericano (MILA), es el resultado del acuerdo firmado entre la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la Bolsa de Comercio de Santiago (Chile) y la Bolsa de Valores de Lima (Perú), así como de las entidades encargadas de la custodia, administración, compensación y liquidación de valores en depósito de títulos valores: DECEVAL (Colombia), DCV (Chile) y CAVALI (Perú).

El 30 de mayo del año 2011, inició la fase 1 del proyecto con la integración de los mercados accionarios de Colombia, Chile y Perú, y la negociación de las acciones disponibles en los tres mercados.



Desde la creación del MILA, las acciones más negociadas de mayo de 2011 hasta el 28 de octubre del 2012 eran Pacific Rubiales Energy Corp con USD 5.637 millones, seguida de las acciones de la empresa chilena Aguas Andinas con USD 5.306 millones y la colombiana ECOPETROL con USD 4.965 millones (Velit & Gálvez, 2012).

A un año de las primeras negociaciones accionarias en el MILA, el crecimiento total de la bolsa de valores de los países miembros fue positivo. Para el caso de Colombia por ejemplo, hubo un porcentaje de negociación de USD 2.796 millones lo que representó el 47.6%, en contraste con la Bolsa de Valores de Lima que solo mostró un 4.52% con USD 265 millones (Velit & Gálvez, 2012).

Con la incursión oficial de México al MILA en el año 2014, el panorama de la capitalización bursátil de los mercados de los países integrantes se modificó, toda vez que al mes de diciembre de 2014, México representó USD 480.957 millones y Colombia pasó al tercer puesto con USD 153.079 millones, es decir, menos de la tercera parte del índice mexicano (MILA, 2014)

1.2. Etapas

El proceso de integración del MILA se ha programado en dos etapas. La primera, consistió en el acuerdo para la creación del mercado integrado e iniciación de la negociación de las acciones disponibles en los tres mercados que integraron

inicialmente el MILA (Colombia, Perú y Chile). Esta primera etapa aún no concluye, toda vez que la incorporación de México se hizo recientemente (2014) y está en curso la negociación para la inclusión de la BOVEPSA (Bolsa de Valores de Sao Paulo) y posiblemente la de otros países como Panamá y Costa Rica (Ramírez, 2013)

La primera fase del MILA, en relación con los criterios de negociación, depósitos y sistemas de compensación y liquidación, se puede sintetizar en los siguientes aspectos:

1. Los tres mercados son elegibles para todo tipo de inversionistas; 2. El acceso de un intermediario extranjero requiere la suscripción de acuerdos de servicios con intermediarios locales de acuerdo a las regulaciones de cada país; 3. Cada mercado conservará sus sistemas y reglas de negociación, no existirán reglas unificadas en principio del mercado integrado; 4. Cada bolsa administra su propio mercado; 5. La información de los mercados deberá estar disponible, a través de un único acceso o por sistemas especialmente habilitados por las bolsas a sus intermediarios; 6. La negociación se realiza bajo reglas del mercado donde estén listados los valores; 7. Acuerdos entre depósitos para la apertura recíproca de cuentas ómnibus, las cuales se administrarán según las reglas donde estén listados los valores y 8. Las operaciones se liquidarán en la moneda origen del valor, siendo el intermediario local quién administrará los riesgos cambiarios de dichas operaciones (Bolsa de Valores de Colombia, 2014)

Es importante resaltar los numerales 3 y 7 del párrafo anterior, pues el sistema de compensación y liquidación aplicado en cada país difiere inclusive, por el mecanismo de anotación de acuerdo al tipo de cuenta que se lleve en cada país. Como se explicará en acápite posteriores, para el caso de Colombia por ejemplo, existen cuentas nominales y se aplica el sistema de compensación y liquidación bruto; para el caso de Perú, se utiliza un sistema de compensación y liquidación neto, y para Chile se hace de acuerdo con la operación en cuentas ómnibus.

Es por lo anterior, que el trámite para la segunda fase del proceso de integración del MILA, obedecerá a parámetros de unificación que alivie los inconvenientes de disparidad regulatoria, entre ellos, el referente a los sistemas de compensación y liquidación. Hasta el momento, se conoce la implementación de modelos que buscan facilitar las operaciones cambiarias entre los países miembros, es el caso del Módulo Spot Regional de Divisas que facilita la cotización bilateral atenuando los problemas que hoy se presentan por el registro de las operaciones debido al factor temporal; en otras palabras, *“Esta herramienta permite realizar un adecuado control de cupos bilaterales, controlar el “Neto” por contraparte y facilitar el registro de operaciones T0, T+1, T+2 y T+3.”* (Bolsa de Valores de Colombia, 2014)

Sumado a ello, se busca generar mecanismos que faciliten el mercado cambiario, toda vez que como se expresó en anteriores párrafos, las operaciones se liquidarán en la moneda origen del valor, situación que a futuro puede generar varios inconvenientes que se reflejan en el incremento de los costos de comprar y vender y disminución del *spread* de ganancia (Banca Empresarial. Revista Semana Económica, 2014).

1.3. Situación Actual y perspectivas hacia el futuro

El volumen de negociación en el MILA es aún muy bajo, *“el volumen negociado durante enero del 2014 de US\$8,338 millones fue 24% menos que lo negociado en enero del 2013 de US\$6,330 millones.”* (Banca Empresarial. Revista Semana , 2014). Si bien, este mercado esta direccionado a todo tipo de inversionistas, para el caso de los institucionales como las AFP, estos, tienen la potestad de comprar acciones directamente en los países integrantes del MILA¹ y por lo tanto, no contabilizadas en la plataforma del mercado integrado (Banca Empresarial. Revista Semana , 2014). Esto implica que grandes inversionistas como lo son las AFP, no

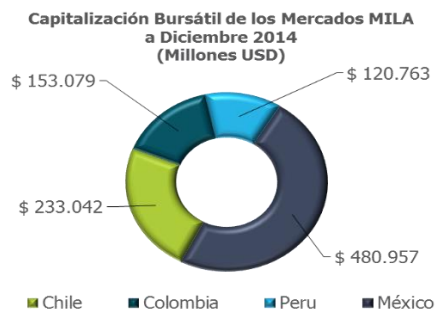
¹ Tal como lo menciona Hugo Horta, gerente de *sales and trading* de CREDICORP Capital en el artículo *MILA con retos* en la revista Semana Económica del 30 de marzo de 2014 “las AFP peruanas han comprado una gran cantidad de acciones en Chile, pero no se contabilizan dentro de la plataforma porque las adquieren directamente en el país sureño, y lo mismo sucede con las AFP colombianas y los fondos mutuos chilenos que invierten en Perú y Colombia, pero que no lo hacen a través del MILA”.

coadyuven al volumen de negociación y tampoco sean una alternativa de financiamiento para las empresas que componen el MILA.

Al día de hoy, el número de emisores por cada país muestra los siguientes datos: Perú lidera con 275 emisores, seguido de Chile con 225, México con 167 y Colombia con 74. No obstante, México –a pesar de tener 108 emisores menos que Perú- sigue siendo el país con mejor capitalización bursátil con USD 474.908 millones (Gómez, 2015).

País	Cantidad de Emisores
Perú	275
Chile	225
México	167
Colombia	74

Las acciones de los emisores más negociadas durante el año 2014 fueron: Banco de Chile con USD 1.092 millones, seguido de Latam Airlines Group S.A. (Chile) con USD 525 millones y la colombiana ECOPETROL con USD 310 millones (MILA, 2014).



Página Web del Mercado Integrado Latino Americano. <http://www.mercadomila.com/infodemercados>

De acuerdo con la gráfica anterior, a diciembre de 2014 la capitalización bursátil del MILA alcanzó los USD. 987.841 millones. Para el mes de abril de 2015, la capitalización bursátil del MILA cerró con USD 979.024 millones, es decir, USD

8.817 millones más que en diciembre de 2014. No obstante, Colombia en abril de este año, representó el 15 % con USD 145.005 millones, USD 5.000 millones menos en comparación con el inicio del año 2014 y USD 8.000 millones menos que en diciembre del mismo año, ocupando el tercer puesto después de México y Chile respectivamente (Gómez, 2015).

Sumado a los factores económicos y financieros, la situación actual del MILA en cuanto al régimen normativo, muestra una disparidad entre las regulaciones de los países miembros. A parte del contraste entre los sistemas de compensación y liquidación, para el caso de las ofertas públicas de valores, ha habido problemas por la homologación tributaria del capital y los dividendos, igualmente, por el régimen cambiario y el registro de operaciones (t+0, t+1 y t+2) que se aplica en cada país.

En cuanto a los inconvenientes de la compensación y liquidación, estos están representados especialmente, por la diferencia entre los sistemas de liquidación bruta, neta, o por medio de una entidad de contrapartida central, sumado al mecanismo de anotación en cuenta, puesto que, para el caso de Chile por ejemplo, se realiza con base en las cuentas colectivas u ómnibus y en Colombia, de acuerdo a las nominales o individuales (Baquero-Herrera, 2014). Del mismo modo, por los riesgos de insolvencia empresarial y por los inconvenientes derivados de la aceptación de la orden de transferencia en relación con su irrevocabilidad.

Con la segunda etapa del MILA se quiere generar estrategias de armonización regulatoria. Siendo este el mayor objetivo, deberán superarse los obstáculos generados principalmente por el régimen cambiario, la incursión en la plataforma del MILA de grandes inversionistas institucionales como las AFP, el registro de la orden de transferencia (t+0, t+1, t+2 y t+3), los modelos de depósito y administración de cuentas, y por supuesto, el sistema de compensación y liquidación. (Banca Empresarial. Revista Semana , 2014)

Además, se quiere como perspectiva hacia el futuro, ampliar el Mercado Integrado Latino Americano a través de la incursión de otros países. Con la reciente incorporación de México, se consolidó la bolsa de valores más grande de Latino América, superando a BOVEPSA (Bolsa de Valores de Sao Paulo), sin embargo, se han iniciado negociaciones para que esta última haga parte también del MILA. Con la posible integración de Brasil y eventual de Panamá y Costa Rica, se pretende diversificar el mercado de capitales y garantizar un positivo financiamiento de las empresas que hacen parte del MILA.

Por último, se espera la participación de emisores privados extranjeros como emisores locales, la negociación de valores de renta fija, y la de derivados financieros.

2. Problemáticas relacionadas con el proceso de compensación y liquidación dentro del modelo de integración del MILA

2.1. Generalidades de la compensación y liquidación

Siguiendo la terminología propuesta por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación en el *Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación* (2003) la compensación permite dos definiciones a saber: la primera, es un proceso mediante el cual se determinan las obligaciones recíprocas de los participantes en las operaciones para el intercambio de valores y efectivo. La segunda, se refiere a la transferencia de los valores al momento de la liquidación, caso en el cual la expresión es asimilada a los sistemas de liquidación de valores.

En lo que atañe a este escrito, nos interesa recoger la primera definición, es decir, aquella en la que se determina “lo que cada parte debe entregar y tiene derecho a recibir” (Abella Abondano & Quiroga Barreto, 2008, pág. 77).

Por otro lado, la definición que trae el mencionado Glosario (2003) para el vocablo liquidación, hace referencia al cumplimiento de las obligaciones derivadas de una operación por las que el vendedor transfiere de manera efectiva los valores o

instrumentos financieros al comprador y el comprador transfiere, de igual forma, dinero o valores al vendedor. La liquidación puede ser en firme o provisional, esto dependerá de la definición que la regulación consagre del momento en que las operaciones son consideradas irrevocables.

El proceso de compensación y liquidación puede realizarse a través de diferentes modalidades. Cuando se hace operación por operación y en tiempo real, hablamos de una modalidad de liquidación bilateral bruta; o de una modalidad de liquidación neta en la que se liquida la diferencia resultante entre las dos posiciones finales, la de crédito y la de débito (Abella Abondano & Quiroga Barreto, 2008). Una tercera modalidad corresponde a la que realiza una entidad (especializada) de contrapartida central, la cual tiene una doble posición actuando como comprador para todo vendedor y como vendedor para todo comprador para una serie específica de contratos (Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, 2003).

Los sistemas de compensación y liquidación en la infraestructura financiera son fundamentales para el desarrollo del mercado en el marco de la protección de las garantías y aseguramiento de las transacciones con valores. Mediante los sistemas de compensación y bajo “mecanismos para el cálculo de las posiciones netas bilaterales y/o multilaterales de los participantes” (Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, 2003, pág. 11) se facilita la liquidación de las obligaciones. De la efectividad de uno depende la otra, esto hace que sea necesario tener la certeza legal, reglamentaria y contractual, tanto en la compensación como en la liquidación para asegurar que la propiedad de los valores, así como el pago de los mismos, se traslade a los correspondientes participantes de las operaciones, de lo contrario, la infraestructura del mercado financiero y sus participantes pueden afrontar pérdidas cuando las operaciones, actividades o participantes del mercado son objeto de diferentes regulaciones, situación que se puede dar en contextos nacionales, y con mayores probabilidades, en contextos transnacionales, como sería el caso del MILA.

De ahí que se hable de Riesgo Legal entendiendo por él, aquel en el “que se aplique de manera imprevista una ley o un reglamento, lo que tiene generalmente como consecuencia una pérdida” y con ella la contingencia de Riesgo Sistémico (Comité de Sistema de Pago y Liquidación; Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores, 2011, pág. 11).

De acuerdo al Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (2012) uno de los principios que debe regir en los sistemas de compensación y liquidación es el de la *firmeza de la liquidación*, con la cual se le da certeza a los participantes del mercado del momento en el que la transferencia de valores y efectivo, o de cualquier instrumento financiero, sea irrevocable. La recomendación del Comité consiste en que los servicios de liquidación se den de manera definitiva antes de la fecha valor, es decir, en la que se vence el pago, en el caso de efectivo, o la transferencia, en el caso de los valores. La importancia de la determinación del momento radica en las consecuencias ante el retraso de la liquidación definitiva: presiones de riesgo y liquidez y un potencial riesgo sistémico.

2.2. Disparidad de los sistemas de compensación y liquidación entre los países miembros del MILA.

De manera resumida esbozaremos las particularidades de la regulación de cada país miembro del MILA en lo referente a los sistemas de compensación y liquidación.

Para el caso de **Colombia**, la ley 964 de 2005 establece en términos generales que los sistemas de compensación y liquidación son el “(...) *conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tengan por objeto la confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores (...)* y continúa en el párrafo definiendo la compensación como “(...) *el proceso*

mediante el cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos de los participantes de un sistema de compensación y liquidación, derivadas de operaciones sobre valores (...)" y la liquidación como el "(...)proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación sobre valores, donde una parte entrega valores y la otra efectúa la transferencia de los fondos o valores".

Por su parte, el Decreto único 2555 de 2010 regula los sistemas de compensación y liquidación con mayor profundidad, estableciendo que las órdenes de transferencia se entienden confirmadas *"(...) cuando las partes que han intervenido en la operación que le da origen, hayan transmitido los datos de la operación al sistema de compensación y liquidación y este haya recibido y casado dichas comunicaciones"*. La aceptación tiene como consecuencia que esas órdenes de transferencia no puedan ser anuladas o modificadas, salvo que la administradora de los sistemas así lo autorice. Ahora, en cuanto a la aceptación de las operaciones, esta se ha entendido ejecutada *"(...) cuando hayan cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos en el reglamento del mismo sistema"*. De tal manera que dependerá del sistema la forma en que se realice la compensación y la liquidación, bien sea, porque se haga a través de un sistema de liquidación bruta, o un sistema de liquidación neta, o por medio de una entidad de contrapartida central, que en el caso colombiano será la Cámara de Riesgo central de Contraparte, pero siendo la regla general la liquidación bruta.

Como resultado del acuerdo firmado entre los depósitos centrales de cada país miembro (Bolsa de Valores de Colombia), en Colombia el proveedor de infraestructura que se encargará de realizar la compensación y liquidación sobre los valores colombianos negociados por inversionistas extranjeros será el DECEVAL en conjunto con la Bolsa de Valores de Colombia.

Ahora bien, en **Perú**, el proceso general de compensación y liquidación, dispuesto en la regulación interna de CAVALI que funge, entre otros roles, como institución de compensación y liquidación de valores (ICLV) de las operaciones que se realizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL) (Resolución CONASEV N° 57-2002-EF/94.10. Capítulo VII) consiste en la determinación de las posiciones netas por participante, lo que se da a conocer al participante en el día T+1, para que en el día T+3 se realice la correspondiente liquidación. De ahí, el deudor debe dar la orden a su banco liquidador para que deposite la suma debida en la cuenta de CAVALI en el Banco Central de Reserva del Perú, para luego ser transferido al banco liquidador del participante acreedor. Por último y siguiendo el principio de simultaneidad consagrado en la Ley del Mercado de Valores, se procede a la transferencia de valores, anotándolos en la cuenta matriz del comprador (CAVALI, 2015). El mencionado principio implica que con la práctica de la modalidad de entrega contra pago, se produce la liquidación final de la operación.

En **Chile**, de acuerdo con la ley N° 20.345² la liquidación de los saldos netos de los instrumentos financieros, de ambas posiciones, deudoras y acreedoras, se perfeccionará mediante anotaciones en cuenta en el registro correspondiente. En lo que respecta al MILA, las operaciones sobre valores chilenos serán liquidadas por la CCLV, a nombre y bajo responsabilidad del corredor chileno (Bolsa de Comercio de Santiago, DCV, 2015). Ahora, la CCLV, dispone en su regulación interna, que la aceptación de órdenes de compensación “*tendrá lugar de manera intradiaria, y se efectuará inmediatamente después de calculadas las garantías corrientes*” (Resolución exenta N°423, 2013). Una vez aceptadas las órdenes (...) *la CCLV se constituye irrevocablemente en acreedora y deudora de los derechos y obligaciones que deriven de las órdenes de compensación aceptadas por el sistema* (Resolución exenta N°423, 2013). La liquidación se realizará dando cumplimiento al principio de entrega contra pago.

² La Ley N° 20.345 sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros, se publicó en el Diario Oficial de 6 de junio de 2009, modificada por el Artículo 395 de la Ley N°20.720, publicada en el Diario Oficial de 9 de enero de 2014

Se tendrá que verificar tanto la liquidación de los saldos, esto es la correspondiente transferencia de fondos desde la cuenta corriente de efectivo de la CCLV en el Banco Central de Chile a las cuentas de los agentes liquidadores y, la liquidación de posiciones, es decir, la transferencia de los valores desde la cuenta del depositante deudor a la cuenta que mantiene la CCLV en el DCV y de ahí al comprador, para que se complete la liquidación de los valores. Una vez aceptadas las ordenes y con motivo del principio de firmeza, se convierten en irrevocables.

Por otro lado, en lo referente a la custodia de los valores, la regulación interna del DCV de la custodia internacional, indica la posibilidad de que los valores extranjeros sean mantenidos por el DCV a nombre de los depositantes en cuentas ómnibus en los respectivos custodios internacionales, a los cuales se les podrá solicitar, de ser factibles la apertura de cuentas individuales a nombre del depositante que así lo solicite (DCV, 2015).

Por último, en **México**, INDEVAL será el encargado de la compensación y la liquidación de los valores mexicanos negociados dentro del MILA. Este proveedor de infraestructura contempla en su regulación interna que la liquidación está sujeta a la entrega contra pago (Indeval, 2014). Específicamente, en cuanto a la compensación de acciones, el mismo reglamento consagra una modalidad de liquidación “operación por operación”, sometido a que las obligaciones que de ella se derivan sean liquidadas y exigibles.

2.3. Problemáticas relacionadas con la propiedad de los valores

La segunda fase de desarrollo del MILA plantea que la armonización de los sistemas de compensación y liquidación se de, entre otros medios, a través de la implementación de cuentas ómnibus, cuentas que son abiertas, recíprocamente, por cada uno de los depósitos centrales en el país miembro. La implementación de este tipo de cuentas presenta el inconveniente de la titularidad de los valores, pues

esta se da por intermediación y si el intermediario está actuando a nombre propio pero por cuenta ajena, los valores quedarían a nombre de esta y no a nombre del tercero. (Baquero-Herrera, 2013)

2.3.1 Cuentas Individuales y Ómnibus

El supuesto de un sistema planteado a través de cuentas ómnibus, nos obliga a poner de presente, las condiciones que tienen cada país respecto de dicha figura. En Colombia la regulación interna no contempla que los sistemas de compensación y liquidación se lleven a cabo en apoyo de este tipo de cuentas, tampoco lo hace la regulación de Perú, por el contrario, en Chile, si es posible.³

El principal problema que plantea la mencionada disparidad, tiene que ver con quién ostenta el título de propiedad de las acciones y la individualización que se haga de ellas dentro de la misma cuenta. Así, al momento de la compensación y liquidación de acciones, se requerirá que los correspondientes sistemas de liquidación faciliten mecanismos para la distribución de los valores recibidos por parte de los usuarios de los depósitos (Omnibus Account, 2005).

Esto se relaciona directamente con la liquidación, en la medida que una regulación armonizada sobre el tema, permitirá que al momento de liquidar las operaciones no existan barreras que impidan llegar al cabal cumplimiento de las operaciones luego de que las órdenes de transferencia han sido aceptadas. Ahora, piénsense en las limitaciones que existirían en cuanto a la propiedad de las acciones y el ejercicio de los derechos políticos que de ellas se derivan, cuando los titulares de las cuentas son quienes ostentan, a su vez, la titularidad de las acciones allí registradas,

³ En Colombia el Decreto 2080 del 2000 regulaba en su art. 27 los fondos institucionales de inversión de capital extranjero: "(...)b) *Los ómnibus que son aquellos que se organizan bajo la modalidad de cuentas colectivas sin participación proindiviso sobre el patrimonio de inversionistas institucionales, administrados por intermediarios internacionales*". Este fondo fue derogado por el Decreto 4800 de 2010, sin embargo en la actualidad, para los Fondos de Inversión Colectiva el Decreto Único 2555 de 2010 en el Art. 3.1.4.2.1 y SS estipulan la distribución de fondos a través de cuentas ómnibus, definiéndolas de la siguiente manera: "*Es una cuenta administrada por el distribuidor especializado de que trata el artículo precedente, bajo la cual se agrupan uno o más inversionistas registrados previamente de manera individual ante dicha entidad, con el fin de que el distribuidor especializado actúe a nombre propio y por cuenta de ellos, constituyéndose como un inversionista en un único fondo de inversión colectiva*".

problema que se amplifica cuando se trata de inversionistas nacionales ejerciendo sus derechos políticos en empresas extranjeras y sin la regulación adecuada.

Ejemplo de lo anterior es el caso de La Polar en Chile en el cual un grupo de accionistas minoritarios no les fue permitido ejercer sus derechos políticos en una reunión extraordinaria de accionistas, dado que el intermediario tenedor de la cuenta no envió a La Polar la orden de registro de los accionistas, por lo que la compañía no los reconocía como tal (Baquero-Herrera, 2013).

2.3.2 Sistema de Compensación y Liquidación

A parte del problema en la disparidad de las cuentas ómnibus e individuales entre los países miembros del MILA, se le suma la técnica aplicable a los sistemas de compensación y liquidación.

Si bien en Colombia, Chile, México y Perú existen tres métodos de compensación y liquidación (bruto, neto y por cámara de contrapartida central), en cada uno de ellos, se aplica por regla general uno diferente al implementado en otro país. Para el caso de Perú, según la Resolución CONASEV N° 57-2002-EF/94 se efectúa a través del sistema neto consistente en la liquidación simultánea de las órdenes de transferencia, pero en Colombia, al igual que en México, la regla general es el sistema de compensación y liquidación “operación por operación” o bruto.

Cada mecanismo de liquidación tiene algunas ventajas sobre los demás. Por una parte, un sistema de liquidación bruta sólo liquida una operación si el participante que hace el pago tiene fondos suficientes cuando se procesa la operación, pero por otra, la cámara central de contraparte otorga una mayor garantía al ser al mismo tiempo comprador y vendedor de la orden asumiendo los riesgos de la misma. (Garcimartín, 2014)

Aun así, debido a la disparidad entre los sistemas de compensación y liquidación, podrían presentarse situaciones en las cuales alguna de las partes de una operación, pueda estar expuesta a no recibir la contraprestación pactada. Para

mitigar estos posibles inconvenientes, siguiendo el Convenio de UNIDROIT sobre normas sustantivas aplicables a los productos intermedios valores (2009), sería significativo aplicar mecanismos que aseguren que el pago del comprador al vendedor se efectuará, si y sólo si, el vendedor realiza la entrega de los valores al comprador. Esta idea es la que se persigue a través del principio de 'Entrega Contra Pago' (Delivery versus Payment) siendo uno de los conceptos más importantes en el área de la liquidación de valores, toda vez que los mercados que cuentan con un modelo de entrega contra pago, presentan una ventaja significativa sobre aquellos que no lo tienen, básicamente en términos de la disminución del riesgo asociado a la liquidación de transacciones, del aumento de la eficiencia del sistema y de la confianza que otorga a los inversionistas que participan de esos mercados. (El Principio de Entrega Contra Pago en el Sistema de Compensación y Liquidación en Chile, s.f.)

3. Criterios de armonización en materia de compensación y liquidación

Se busca a través de los criterios de armonización articular la disparidad de regulaciones entre los países miembros del MILA, este propósito, es precisamente el que se perseguirá con la segunda fase de la integración bursátil. Para efectos de este escrito, se pretenderá generar una estrategia que alivie la diferencia entre los sistemas de compensación y liquidación con base en la experiencia internacional, especialmente, de acuerdo con la iniciativa llevada a cabo por la Unión Europea.

3.1. Impacto de la estandarización en el MILA

La principal consecuencia de la estandarización de un modelo de compensación y liquidación será la disminución de los riesgos derivados de los asuntos post-negociación, esto son, la firmeza de la negociación y los derechos de propiedad.

El problema de la discrepancia entre los sistemas de compensación y liquidación involucra, no solo lo relacionado con la técnica (sistema bruto, neto o por cámara de contraparte), sino también, lo que tiene que ver con la anotación en cuenta

(individuales o colectivas) y la firmeza de la orden de transferencia, es decir, el denominado principio de finalidad.

Es por lo anterior, que la propuesta que queremos construir deberá ir articulada con los factores antes mencionados, toda vez que uno conlleva necesariamente al ajuste del otro.

3.2. Experiencia internacional

Los problemas de articulación regulatoria no han sido ajenos a los países que integran la Unión Europea, incluso, han sido más traumáticos debido a los sistemas jurídicos aplicables en cada país.

Para el caso de la firmeza de la orden de transferencia, *“Los sistemas de post-contratación europeos han escogido distintos criterios para la determinación del momento de fijación de la firmeza. En unos casos se establece un régimen general de irrevocabilidad de todas las órdenes de transferencia de valores y efectivo, determinado por el momento en que las mismas han entrado en el sistema y ya no pueden ser modificadas conforme a sus reglas. Y, en otros supuestos, la firmeza de las órdenes de transferencia se produce una vez se ha comprobado la previa existencia de valores y efectivo suficientes para la liquidación.”* (Garcimartín, 2014)

Con relación al mecanismo de anotación en cuenta, en Europa se han presentado inconvenientes por la existencia de uno o más proveedores de cuenta implicados en la cadena de tenencia de los valores, para su solución, se procuró que la protección del titular del valor, se diera a través de la obligación del proveedor de cuenta a mantener un número de valores anotados que corresponda con la suma agregada de los valores abonados en las cuentas de sus titulares, o a mantenerlos por cuenta propia. (García Martín, 2014)

En el caso de MILA, este servicio –de anotación en cuenta- es ofrecido por el Depósito Central de Valores que actúa como un "proveedor de la cuenta." Este sistema hace que la tenencia de valores sea menos compleja porque como vimos

en el párrafo anterior, en Europa puede haber una multitud de "proveedores de cuentas". (Baquero-Herrera, 2013)

Por último es importante resaltar que la técnica de compensación y liquidación en Europa, por regla general, se realiza a través de una Cámara de Contrapartida Central. Esto ha incidido para que países como España, hayan tenido que reestructurar su modelo de compensación y liquidación en pro de la armonización con el modelo común europeo. En el documento titulado "Reformas en el sistema de compensación, liquidación y registro de valores bursátiles", puesto a consulta pública por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el 12 de febrero de 2010, se consideró que debe aplicarse el mecanismo de cámara de contrapartida ya que se convierte en una garantía en el marco de la orden de transferencia, sumado a que *"La necesidad de crear una Cámara de Contrapartida Central que bilateralice todas las operaciones, interponiéndose entre comprador y vendedor, asumiendo los riesgos de contraparte, que sustituya al actual sistema de fianzas solidarias entre todas las entidades que participan en la liquidación, es una reflexión que proviene de la mayor sensibilidad que se ha producido ante los riesgos del sistema, como consecuencia de la caída de las grandes entidades financieras como Lehman Brothers."* (Garcimartín, 2014)

3.3. Propuesta de unificación dentro del MILA

La propuesta que queremos construir con base en los problemas que ya hemos esbozado y principalmente siguiendo la aplicación de mecanismos según la experiencia internacional, la desarrollaremos en 3 aspectos. El primero que tiene que ver con el régimen de cuentas ómnibus e individuales; el segundo, con relación al contrato de depósito, administración de valores y anotación en cuenta; y por último, el tercer aspecto que tendrá que ver con el sistema de compensación y liquidación.

Con relación al primer aspecto, es decir, el régimen de las cuentas ómnibus e individuales, creemos que para resolver las diferencias y hacer posible la

integración, deberán abrirse cuentas recíprocas bilaterales con DECEVAL (Colombia), CAVALI (Perú), DCV (Chile) e INDEVAL (México). No obstante, para la elección de un régimen de cuentas ómnibus, cada proveedor de cuenta deberá registrar, contablemente, el interés de los inversionistas respecto de los valores acreditados en la cuenta a nombre de cada proveedor de cuenta, de tal manera que se incremente la seguridad pero se facilite la transferencia de valores, pues el proveedor de cuenta no tendría que operar en una estructura con múltiples cuentas individuales.

Para el caso del contrato de depósito, administración de valores y anotación en cuenta, hacer posible que un emisor pueda colocar sus títulos en el sistema de depósito central de cada país. Esto incluso, iría de la mano con la apertura de cuentas combinadas que deberán tener DECEVAL, CAVALI, DCV e INDEVAL pues desde la perspectiva de los derechos políticos, existiría la posibilidad de que el proveedor de cuenta reúna, de manera colectiva las instrucciones de voto de los inversionistas (Omnibus Account, 2005).

Complemento de lo anterior y para evitar los inconvenientes producidos por la propiedad de los valores, sería interesante aplicar la experiencia europea consistente en intentar un *“cambio del sistema de registro de valores, eliminando las referencias de registro para identificar la titularidad de los valores, y sustituyéndolo por un sistema de saldos en el que no sea necesario la identificación previa de los valores a entregar, pero que siga siendo seguro y pueda ser fácilmente supervisado y auditado.”* (Garcimartín, 2014)

Por último, el sistema de compensación y liquidación deberá hacerse por cualquier entidad prestadora del servicio ya sea nacional o extranjera, y a través de una Cámara de Contrapartida Central pues al convertirse en una garantía en el marco de la orden de transferencia, genera una mayor confianza entre las partes. Este razonamiento viene dado por el funcionamiento propio de las entidades de contrapartida central, que al cumplir una doble posición contractual, compradora y vendedora, se obligan a suplir la falta de valores y/o efectivo según sea el caso.

Dicha obligación no se revela de manera expresa en los proveedores de infraestructura denominados depósitos centrales, de allí, que se aliente el funcionamiento de una cámara de contrapartida central en el MILA, en la que se establezca como momento de firmeza de las operaciones la existencia de valores y efectivo al iniciarse el procedimiento de liquidación.

Como consecuencia de lo anterior, los inversionistas de los países miembros se verían protegidos del evento de insolvencia de los participantes del mercado, una vez se ha iniciado la liquidación de las operaciones. Recordemos, que esta idea es la que se persigue a través del principio de 'Entrega Contra Pago' convirtiéndose en una ventaja significativa al disminuir el riesgo asociado a la liquidación de transacciones, aumentando la eficiencia del sistema y la confianza que otorga a los inversionistas que participan de estos mercados integrados internacionales.

Conclusión

Todo proceso de cambio genera temor, pero las ideas forjan el curso de la historia y el éxito. Por ello, de la búsqueda para encontrar mecanismos, estrategias y estructuras que puedan mitigar los riesgos propios de los mercados integrados, específicamente el MILA, se concluye con una propuesta de un sistema debidamente interconectado, del que son partícipes, el mercado mismo, una entidad especializada de contrapartida central y los depósitos centrales de cada uno de los países miembros. Los mencionados participantes facilitarían una regulación armonizada, en la cual, la compensación y liquidación de las operaciones estaría a cargo de una entidad que se interpone entre comprador y vendedor, que en el menor tiempo posible lleva a cabo la novación y la compensación de las operaciones enviando la información resultante a los depósitos centrales para que estos confirmen la existencia de valores y/o efectivo según sea el caso; así entonces, de ser esta positiva, se dejaría en firme la operación dando paso al proceso de liquidación de las operaciones bajo un principio de entrega contra pago dando cumplimiento a la orden de transferencia.

Para un ejercicio adecuado de esto, los depósitos centrales funcionarían bajo un régimen de cuentas ómnibus y un sistema de saldos para el registro de valores.

Es importante resaltar que la comunicación de la información entre los participantes, de manera eficaz y celeridad, constituye la clave para que la estrategia aquí propuesta se desarrolle de manera eficiente.

Bibliografía

Abella Abondano, G. D., & Quiroga Barreto, G. (Septiembre de 2008). Sistemas de Negociación y de Registro de Valores y de Compensación y Liquidación de Valores. (U. d. Andes, Ed.) *Revista de Derecho Privado*(39), 47-116.

Banca Empresarial. Revista Semana . (2014). MILA con retos. *Semana*.

Baquero-Herrera, M. (2013). *Legal Certainty and Financial Markets Integration: The MILA Case*. Recuperado el 2015, de Legal Certainty and Financial Markets Integration: The MILA Case.

Bolsa de Valores de Colombia. (2014). *Documento General de Producto. Mercado Integrado Latino Americano*. Bogotá D.C. .

Bolsa de Valores de Colombia. (s.f.). Documento General de Producto Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Recuperado el 22 de Mayo de 2015, de http://www.bvc.com.co/recursos/Files/Mercados/Renta_Variable/Guia_MILA.pdf

Bolsa de Comercio de Santiago, DCV. (Abril de 2015). Guía de Mercado Integrado Mila. Chile. Recuperado el 22 de Mayo de 2015, de http://www.dcv.cl/img/images-old/stories/DOC/empresa/guias_operativas/guia_de_mercado_integrado__mila_abril_2015_v12.pdf

CAVALI. (22 de Mayo de 2015). *CAVALI*. Obtenido de <http://www.cavali.com.pe/nuestros-servicios/compensacion-y-liquidacion/flujo-de-compensacion-y-liquidacion.html>

Comité de Sistema de Pago y Liquidación; Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores. (2011). *Principios Para la infraestructura del Mercado Financiero*. Basilea: Banco de Pagos Internacionales.

- Comité de Sistemas de Pago y Liquidación. (Marzo de 2003). *Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidación*. Basilea: Banco de Pagos Internacionales. Obtenido de https://www.bis.org/cpmi/publ/d00b_es.pdf
- Comité Técnico de la Organización Internacional de Comisiones de Valores. (2012). *Principios Aplicables a las Infraestructuras del Mercado Financiero*. Basilea: Banco de Pagos Internacionales .
- DCV. (Mayo de 2015). Reglamento Interno. Deósito Central de Valores. Recuperado el 29 de Mayo de 2015, de http://www.dcv.cl/img/images/regulaciones/normativas/reglamento_interno_mayo_2015.pdf
- Garcimartín, F. L. (2014). *Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica*.
- Gómez, L. (2015). Mila da paso a una integración financiera más profunda. *Portafolio*.
- Indeval. (Marzo de 2014). Reglamento interior de Indeval. México. Recuperado el 29 de Mayo de 2015, de <http://indeal.com.mx/>
- México, B. d. (s.f.). *Banco de México*. Obtenido de <http://www.banxico.org.mx/divulgacion/sistemas-de-pago/sistemas-pago.html#Metliqui>
- MILA. (2014). *Indicadores-MILA*. Recuperado el Abril de 2015, de http://www.mercadomila.com/componentes/imagenes/mila_news_no_28v2.pdf
- Omnibus Account. (31 de Agosto de 2005). Recuperado el 29 de Mayo de 2015, de http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/certainty/background/31_8_5_turing_en.pdf
- Ramírez, M. (29 de Mayo de 2013). México y Panamá le ‘coquetean’ a la unión del Mila. *La República*.
- Rodriguez, V. (s.f.). El Principio de Entrega Contra Pago en el Sistema de Compensación y Liquidación en Chile. Chile. Recuperado el 13 de Agosto de 2015, de https://www.svs.cl/portal/principal/605/articles-13944_Ppio_de_entrega_contra_pago.pdf
- Semana, R. (2012). Inversión retail y el MILA. *Revista Semana*.
- Velit, R., & Gálvez, V. (28 de Octubre de 2012). Inversión retail y el MILA. *Semana*.