

**ANÁLISIS JURÍDICO DE LA CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE
CONTRAPARTE DE COLOMBIA**

LAURA VALENTINA GUAL FERNÁNDEZ

VALENTINA SOSA OSPINA

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN
2014**

**ANÁLISIS JURÍDICO DE LA CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE
CONTRAPARTE DE COLOMBIA**

LAURA VALENTINA GUAL FERNÁNDEZ

VALENTINA SOSA OSPINA

**Trabajo de grado presentado como
requisito parcial para optar al título de Abogado**

Asesor: Ramiro Rengifo

**UNIVERSIDAD EAFIT
ESCUELA DE DERECHO
MEDELLÍN**

2014

Nota de aceptación:

Presidente del Jurado

Jurado

Jurado

Medellín, mayo de 2014

CONTENIDO

	Pág.
INTRODUCCIÓN	15
1. OPERACIONES DEL MERCADO DE VALORES.....	21
1.1 DEFINICIONES PRELIMINARES	23
1.1.1 Valor	23
1.1.2 Instrumentos Financieros.....	23
1.1.3 Instrumentos Financieros Derivados Básicos (“ <i>Plain Vanilla</i> ”).....	24
1.2 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN	28
1.2.1 Compensación.....	29
1.2.2 Liquidación.....	30
1.3 COMPENSACIÓN A TRAVÉS DE UNA CONTRAPARTE CENTRAL	32
1.4 RIESGOS DE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN Y COMPENSACIÓN	33
1.4.1 Garantías	34
1.4.2 Administración de límites de operación	35
1.5 PRINCIPIOS RECTORES DE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN	37
1.5.1 Principio de la finalidad de las operaciones	38
1.5.2 Protección de las Garantías.....	40
1.5.3 Anotación en cuenta	41
2. CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE DE COLOMBIA	42
2.1 FUNCIONES DESARROLLADAS POR LA CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE.....	44
2.2 OBLIGACIONES DE LA CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE	47
2.3 SUJETOS PARTICIPANTES EN LAS TRANSACCIONES QUE SE DESARROLLAN A TRAVÉS DE LA CRCC	50
2.3.1 Miembros Liquidadores.....	51
2.3.2 Miembros No Liquidadores	53
2.3.3 Terceros.....	55

3. ANÁLISIS JURÍDICO DE LA CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE	56
3.1 NOVACIÓN COMO MECANISMO DE INTERPOSICIÓN	56
3.2 LA EJECUCIÓN DE GARANTÍAS.....	63
4. CONCLUSIONES	66
BIBLIOGRAFÍA	68

GLOSARIO

ACTIVOS: Son aquellos valores nacionales o extranjeros, inscritos o no en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE, futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, productos estructurados, contratos, productos o bienes transables, incluyendo los que por su naturaleza se negocien a través de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities o, a través de sociedades administradoras de los sistemas de intercambio comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica y de sociedades administradoras de sistemas transaccionales de energía y de contratos y derivados financieros que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, divisas y derivados sobre divisas.

ARBITRAJE: Es una estrategia que combina compras y ventas de instrumentos financieros buscando generar utilidad a cero costo y sin asumir riesgos de mercado.

COBERTURA: Es una combinación de operaciones mediante la cual uno o varios instrumentos financieros, denominados instrumentos de cobertura, se designan para reducir o anular un riesgo específico que pueda tener impacto en el estado de resultados como consecuencia de variaciones en el precio justo de intercambio, en el flujo de efectivo o en el tipo de cambio de una o varias partidas, denominadas posiciones primarias.

COMMODITIES: Palabra de origen inglés que se utiliza para nombrar al conjunto de materias primas o productos básicos como metales, oro, petróleo y productos agrícolas como café. En términos del código de comercio colombiano: bienes fungibles.

COMPENSACIÓN: Proceso mediante el cual se establece las obligaciones de entrega de activos y transferencia de fondos de los participantes del sistema de compensación y liquidación de operaciones.

CONTRAPARTE: Denominación genérica que incluye a los miembros con acceso directo a la Cámara para la realización de operaciones de compensación y liquidación teniendo como contraparte a la Cámara.

CONTRATOS ESTANDARIZADOS: Son contratos con condiciones previamente establecidas, no sujetas a modificaciones por las partes, donde la única variable es el valor del subyacente, que deberá ser determinado por el mercado.

CONVENIO: Es la oferta de servicios aceptada mediante orden de compra de servicios.

CUMPLIMIENTO EFECTIVO (Delivery): Son operaciones de derivados en las cuales al momento de la liquidación las partes hacen la entrega física del subyacente.

CUMPLIMIENTO FINANCIERO (Non Delivery): Son operaciones de derivados que se liquidan entre las partes a través de la entrega de la diferencia entre la tasa pactada y el índice de referencia acordado, multiplicado por el valor nominal de la operación.

DEPÓSITO CENTRALIZADO DE VALORES DE COLOMBIA (DECEVAL): Es la entidad que recibe en depósito los títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, para administrarlos mediante un sistema computarizado de alta seguridad eliminando el riesgo de su manejo físico en transferencias, registros, pagos de intereses. En el depósito se inmovilizan los títulos en bodegas

de alta seguridad lo que permite su manejo desmaterializado, a través de registros electrónicos.

DIVISA: Es el medio de cambio cifrado en una moneda distinta a la nacional o doméstica

INCUMPLIMIENTO: Son los eventos en los cuales un miembro o un tercero no cumple, está en incapacidad de cumplir o existe expectativa razonable de que no cumplirá con sus obligaciones establecidas en el reglamento de la CRCC.

ÍNDICE BURSÁTIL: Es un indicador de la evolución de un mercado en función del comportamiento de las cotizaciones de los títulos más representativos. Se compone de un conjunto de instrumentos, acciones o deuda, y busca capturar las características y los movimientos de valor de los activos que lo componen. También es una medida del rendimiento que este conjunto de activos ha presentado durante un período de tiempo determinado.

ÍNDICE: Es un factor de referencia que sirve como parámetro para efectuar una liquidación de una operaciones con derivados, como DTF, TRM, LIBOR.

INSTRUMENTO FINANCIERO DERIVADO: Es una operación cuya principal característica consiste en que su precio justo de intercambio depende de uno o más subyacentes y su cumplimiento o liquidación se realiza en un momento posterior. Dicha liquidación puede ser en efectivo, en instrumentos financieros o en productos o bienes transables, según se establezca en el contrato o en el correspondiente reglamento del sistema de negociación de valores, del sistema de registro de operaciones sobre valores o del sistema de compensación y liquidación de valores.

INSTRUMENTO FINANCIERO: Un instrumento financiero es cualquier contrato que genera un activo financiero en una entidad y, al mismo tiempo, un pasivo financiero o un instrumento de capital en otra entidad.

IOSCO: Organismo Internacional de Comisiones de Valores ("International Organization of Securities Commissions" - IOSCO), es actualmente el principal foro mundial en materia de cooperación de los organismos reguladores de los mercados de valores.

LIQUIDACIÓN: Proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación, donde una parte entrega activos y la otra efectúa la transferencia de los fondos.

MERCADO OTC (Over the Counter): Hace referencia a un sistema de negociación bilateral por fuera de mercados organizados como las bolsas de valores o los sistemas de negociación de valores.

MERCADO PRIMARIO: término que hace referencia a las transacciones mediante las cuales se adquieren valores directamente del emisor.

MERCADO SECUNDARIO: Se refiere a las transacciones mediante las cuales se negocian, entre inversionistas, valores que han sido previamente emitidos.

MIEMBRO LIQUIDADOR: Clase de miembro que tiene acceso directo a la Cámara de Riesgo Central de Contraparte para compensar, liquidar y garantizar las operaciones aceptadas que se hayan celebrado en una bolsa, un sistema de negociación, en el mercado mostrador o cualquier otro mecanismo autorizado por el reglamento de la Cámara.

MIEMBRO LIQUIDADOR GENERAL: Miembro que actúa por cuenta propia, por cuenta de terceros, o por uno o varios Miembros No Liquidadores.

MIEMBRO LIQUIDADOR INDIVIDUAL: Miembro que actúa por cuenta propia o por cuenta de terceros.

MIEMBRO NO LIQUIDADOR: Clase de miembro que tiene acceso directo a la Cámara de Riesgo Central de Contraparte cuyas liquidaciones con la misma se hacen a través de un miembro liquidador. Un miembro no liquidador podrá acudir a un miembro liquidador general por su propia cuenta, esto es, en relación con sus propias operaciones o por cuenta de Terceros.

NETEO (NETTING): Es un mecanismo de compensación como el que se regula en el Código Civil.

OPCIÓN CALL: Es el contrato conforme el cual el comprador de la opción tiene la potestad de comprar un activo subyacente en la fecha y el precio pactado.

OPCIÓN PUT: Es el contrato conforme el cual el comprador de la opción tiene la potestad de vender el activo subyacente en la fecha y al precio pactado.

OPERACIONES A PLAZO DE CUMPLIMIENTO DE EFECTIVO: Son aquellas operaciones a plazo en las cuales el vendedor y comprador se obligan irrevocablemente, el primero a entregar los valores vendidos en la fecha de cumplimiento de la operación, y el segundo a pagar en dicha fecha el precio pactado.

OPERACIONES ACEPTADAS: Son aquellas operaciones aceptadas por la CRCC como contraparte.

OPERACIONES CARRUSEL: Son aquellas en las cuales existe un compromiso asumido entre varios inversionistas, en el sentido de turnarse la posesión de un título de renta fija, de tal manera que la suma de los periodos en que cada uno de los participantes habrá de poseer el respectivo título, coincida con el plazo total dispuesto para su maduración; así pues, existe un convenio en el que varios sujetos se comprometen a comprar y vender durante periodos de tiempo sucesivos un título de renta fija, por el valor que ha sido acordado desde el inicio del contrato.

OPERACIONES CON DERIVADOS: Son contratos financieros que pueden celebrarse para comprar o vender subyacentes en un futuro, por periodos de más de tres días, tales como dólares o títulos, tasa de interés o índices bursátiles. Las obligaciones asumidas mediante estas operaciones pueden cumplirse mediante el mecanismo de neteo o mediante la entrega del subyacente.

OPERACIONES CONVENIDAS: Cuando una comisionista de bolsa actúa por cuenta del vendedor y otra comisionista actúa por cuenta del comprador.

OPERACIONES CRUZADAS: Son aquellas que son realizadas por medio de un solo comisionista de bolsa que actúa por cuenta del comprador y del vendedor.

OPERACIONES DE CONTADO: Es aquella que se registra con un plazo para su compensación y liquidación igual a la fecha de celebración o de registro de la operación, es decir de hoy para hoy (t+0), o hasta tres (3) días hábiles contados a partir del día siguiente al registro de la operación (t+3).

OPERACIONES DE REPORTE O REPO: Es una venta con pacto de recompra sobre valores, es decir, una operación en la cual una parte (el “Enajenante”) transfiere la propiedad a la otra (el “Adquirente”) sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el “Monto Inicial”), y en donde el Adquirente, al mismo

tiempo, se compromete a transferir al Enajenante, valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero ("Monto Final") en la misma fecha o en una fecha posterior previamente cordada.

OPERACIONES DE TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES: Son aquellas en las que una parte (el "Originador"), transfiere la propiedad de unos valores (objeto de la operación) a la otra (el "Receptor"), con el acuerdo de retransferirlos en la misma fecha o en una fecha posterior. Concomitantemente, el Receptor transferirá al Originador la propiedad de otros valores o una suma de dinero de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación.

OPERACIONES SIMULTÁNEAS: Son aquellas en las que una parte (el "Enajenante"), transfiere la propiedad a la otra (el "Adquirente") sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero (el "Monto Inicial") y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero ("Monto Final") en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada.

OPERACIONES SUSCEPTIBLES DE SER ACEPTADAS: Operaciones respecto de las cuales la Cámara puede interponerse como contraparte directa y/o administrar la Compensación y Liquidación de las mismas.

POSICIÓN ABIERTA: Es el conjunto de operaciones registradas y no neteadas en una Cuenta.

RIESGO DE CONTRAPARTE: Se presenta cuando un participante incumple definitivamente con los compromisos de entrega o pago asumidos en la negociación.

RIESGO DE LIQUIDEZ: Se relaciona con el incumplimiento transitorio de una obligación por parte de un participante, la cual puede ser pagada posteriormente.

RIESGO SISTÉMICO: En un sentido lato el riesgo sistémico se define como un colapso generalizado del mercado que provoca una inestabilidad financiera y pone en riesgo el funcionamiento de todo el sistema. El riesgo sistémico en los procesos de compensación y liquidación hace referencia a una situación en la que un problema creado por una contraparte afecte a la capacidad de otras contrapartes para que cumplan sus obligaciones de liquidación.

SUBYACENTE. Un subyacente de un instrumento financiero derivado es una variable directamente observable tal como un activo, un precio, una tasa de cambio, una tasa de interés o un índice, que junto con el monto nominal y las condiciones de pago, sirve de base para la estructuración y liquidación de un instrumento financiero derivado.

TASA DE CAMBIO: Relación entre el precio de dos monedas determinado por la oferta y la demanda de éstas. En otras palabras, es lo que debe pagarse en una moneda para adquirir otra moneda.

TASA DE INTERÉS: Es la renta que causa una operación de depósito de dinero, en cierto plazo, y que se expresa porcentualmente respecto al capital que lo produce.

TERCERO IDENTIFICADO: Persona natural o jurídica, patrimonio autónomo o entidad jurídica plenamente identificada ante la Cámara que participa en la misma a través de un Miembro Liquidador Individual o General, o a través de un Miembro no Liquidador, cuyas operaciones se registran en una Cuenta de Tercero de la que es titular.

TERCERO NO IDENTIFICADO: Persona natural o jurídica, patrimonio autónomo o entidad jurídica no identificada ante la Cámara, cuyas operaciones se registran en la cuenta de Terceros no Identificados cuyo titular es un Miembro.

TERCEROS: Las personas naturales o jurídicas, los patrimonios autónomos o demás entidades jurídicas que acceden a las bolsas, los sistemas de negociación, el mercado mostrador o cualquier otro mecanismo autorizado por el Reglamento de la Cámara, a través de uno o varios Miembros No Liquidadores, Miembros Liquidadores individuales o Miembros Liquidadores generales, según sea el caso, para realizar, por intermedio de estos, Operaciones Susceptibles de ser Aceptadas por la Cámara.

TES: Son títulos de deuda pública emitidos por el Banco de la República.

TRM (Tasa representativa del mercado): Esta corresponde al promedio de compra y venta de una divisa el día anterior en el mercado interbancario.

VENTAS EN CORTO: Son aquellas cuyo objeto consiste en vender valores que se han obtenido el mismo día o en forma previa a la operación de venta en corto a través de una operación de reporto o repo, simultánea o de transferencia temporal de valores.

INTRODUCCIÓN

El mundo ha experimentado un incremento en la negociación de instrumentos derivados en las últimas décadas. El número y la variedad de contratos negociados han crecido de manera constante. Las economías emergentes no han sido ajenas al éxito de los mercados derivados estandarizados. México, Brasil, India y China se consolidan como líderes regionales en el mercado de derivados¹.

El origen de los derivados, tal y como se conocen hoy en día, coincide con la creación a mediados del siglo XIX de la bolsa de futuros en la ciudad de Chicago (Chicago Board of Trade), en la que se negociaban exclusivamente futuros sobre productos agropecuarios (tales como arroz, soya, maíz, entre otros). A través de estas operaciones los agricultores garantizaban tanto el precio como cantidad de venta de un producto con los comerciantes, con fin de asegurar que su cosecha iba a generar las utilidades suficientes para cubrir sus gastos y necesidades básicas. Posteriormente, en la década de 1970 se comienzan a realizar las primeras operaciones con subyacentes financieros, tales como divisas y acciones, extendiéndose así los beneficios económicos de la transferencia de riesgos y el cubrimiento de precios más allá del sector agrícola.

El auge de estos instrumentos financieros y su volumen de negociación alrededor del mundo se relaciona con la diversificación de las operaciones y de sus subyacentes. Durante los años ochenta y noventa del siglo XX las principales bolsas de derivados del mundo comenzaron a producir decenas de nuevos productos de acuerdo con las necesidades del mercado.

¹ CÓRDOBA, Juan Pablo; VALDERRAMA, Ángela; LÓPEZ, Mauricio y TRUJILLO, Diego. Un nuevo mercado de derivados estandarizados en Colombia. En: Carta Financiera, no. 141, enero - marzo de 2008.

Los instrumentos financieros derivados, como se verá en mayor detalle en el capítulo I, son activos contingentes cuyo valor depende del comportamiento de otro instrumento financiero o variable subyacente². Desde un punto de vista legal, los derivados son contratos de compra o venta sobre un activo determinado en una fecha futura y específica, a un precio previamente definido. Es decir, si A y B celebran una compraventa de petróleo, en el cual se pacta la entrega de un número determinado de barriles en una fecha futura por valor de USD100 barril, estamos en presencia de un contrato derivado, en la medida que las partes, buscando evitar la volatilidad de los precios del petróleo, establecen un precio desde el momento de la celebración del mismo, que será pagadero en una fecha futura. Si para el plazo de vencimiento, el valor del petróleo en el mercado aumenta o disminuye, las partes deberán respetar de igual manera el pacto anterior y cumplir con sus obligaciones en la fecha determinada. Así, tanto el comprador como el vendedor han asegurado que en un futuro su posición no desmejorará con un cambio abrupto en el precio de mercado del petróleo.

El éxito de los derivados radica principalmente en los beneficios económicos asociados con estas operaciones, pues estos permiten a los inversionistas manejar los riesgos con mayor certidumbre y precisión y de esta manera mejorar los rendimientos. Sin embargo, estos pueden ser usados con fines especulativos, convirtiéndose en instrumentos muy riesgosos, ya que pueden moverse en mayor medida que los mercados en activos subyacentes, lo que da por resultados grandes fluctuaciones en ganancias y pérdidas³.

Los derivados son contratos altamente complejos que permiten construir coberturas y posiciones especulativas que involucran altos riesgos no solo para los participantes sino para el sistema en general. A partir de esta consideración, surgen las Contrapartes Centrales, entidades encargadas de la compensación y

² Los subyacentes podrán ser acciones, títulos de renta fija, divisas, tasas de interés, índices bursátiles, commodities, entre otros.

³ CÓRDOBA y otros, Op. Cit.

liquidación de las operaciones sobre derivados, con las cuales se buscan neutralizar los riesgos existentes ante el incumplimiento de una de las partes. La primera cámara de compensación reconocida en los Estados Unidos fue The New York Clearing House, fundada en 1853 por los bancos comerciales de Nueva York para la compensación y liquidación de cheques.

Las cámaras que compensan en el mercado de los derivados se crearon años más tarde, con la fundación en 1792 de The New York Stock Exchange, cuyos miembros aunaron fuerzas para mejorar el sistema de compensación y liquidación con la creación de The Stock Clearing Corporation en 1920⁴.

Los derivados financieros fueron un factor determinante en la crisis financiera de los últimos años, lo cual se debe a su naturaleza especulativa que permite apostar grandes cantidades de capital. Entre los años 2008 y 2011 varias compañías e instituciones financieras estadounidenses⁵ que jugaban un papel importante en la economía nacional presentaron pérdidas millonarias como consecuencia, entre otras variables, del uso indebido de los derivados. Algunas se declararon insolventes, causando así el efecto dominó en el sistema financiero completo.

Ante la grave crisis el gobierno estadounidense y la comunidad internacional, en general, desplegaron una serie de salvaguardas económicas que buscaron frenar la crisis, y se crearon y modificaron normas del régimen legal financiero como medida preventiva para futuras situaciones de estrés financiero. The Dodd Frank Act es una reforma legal post crisis que fue expedida por el Congreso de los Estados Unidos en julio de 2010. Esta ley modifica los principios de las

⁴ "Clearinghouses, financial stability and financial reform". Discurso pronunciado por Ben S. Bernanke en la Conferencia sobre mercados financieros en Stone Mountain, Georgia. Abril de 2011. Recuperado el 2 de abril de 2014 de:
<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110404a.htm#f4>.

⁵ Entre ellas, se encuentra: Enron, Lehman Brothers, MF Global, AIG.

Organizaciones de Liquidación de Derivados (Derivatives Clearing Organizations⁶) y establece un marco regulatorio para las operaciones de derivados con el objetivo de mitigar los riesgos financieros. De esta forma, la Sección 805 de The Dodd Frank Act exhorta a la U.S. Commodity Futures Trading Commission a modificar las exigencias que deben cumplir las Organizaciones de Liquidación de Derivados que sean sistémicamente importantes, tomando en consideración las normas internacionales, y en especial los principios para la infraestructura del sistema financiero establecidos por la IOSCO⁷.

La crisis financiera dio cuenta de la importancia de un marco jurídico que defina una estructura del mercado financiero transparente y que mitigue los riesgos a los que está expuesta la estabilidad financiera de una nación. Los principios para la infraestructura del mercado financiero de la IOSCO (también conocidos como principios IOSCO) disponen que cada país debe contar con sistemas de pago, centrales depositarias de valores, sistemas de liquidación de valores, entidades de contrapartida central y registro de operaciones. Al incorporar estas entidades en el sistema financiero se busca promover la facilidad y agilidad en las operaciones que en ellas se transan y la seguridad financiera.

Las Contrapartes Centrales juegan en la infraestructura financiera un papel importante en la mitigación del riesgo de los participantes en la compensación y por consiguiente reduce el riesgo sistémico ante el incumplimiento. Esta entidad se interpone entre las contrapartes de un contrato negociado en el mercado y se convierte en el vendedor de todo comprador y en el comprador de todo vendedor, asegurando así el cumplimiento efectivo de los negocios del mercado. Como parte

⁶ Derivatives Clearing Organization (DCO) son entidades equivalentes a la CRCC en Colombia. Estas entidades funcionan como las encargadas de la liquidación y la compensación, interviniendo a través de la novación, [...] neutralizando el riesgo de crédito entre los participantes. Traducción propia de la definición tomada de U.S. Commodity Futures Trading Commission. Disponible en: <http://www.cftc.gov/IndustryOversight/ClearingOrganizations/index.htm>

⁷ Organismo Internacional de Comisiones de Valores.

de la infraestructura financiera, las Contrapartes Centrales deben ser reguladas, y vigiladas por las autoridades nacionales.

Colombia en términos de regulación ha estado alerta evitando que el mercado de derivados financieros crezca sin el control estatal adecuado. Los derivados más utilizados en el país, son los futuros, respecto a los cuales se ha conformado un mercado de derivados cuya negociación se realiza a través de la BVC. El mercado de derivados en el país ha tenido una gran expansión, lo cual se atribuye no solo a la existencia de la BVC, sino también a los avances normativos y a la regulación sobre la materia que ha impulsado este tipo de operaciones, al proveer un marco regulatorio y fomentar un ambiente adecuado para que más participantes lleguen al mercado a invertir sus excedentes de liquidez o a buscar fuentes de financiamiento.

Es así como, con la expedición de la ley 964 de 2005, atendiendo a los estándares internacionales se crea en Colombia la Cámara Riesgo Central de Contraparte (en adelante CRCC) para contrarrestar el riesgo de incumplimiento que imposibilite completar la liquidación de las operaciones del mercado, ofreciendo así, una liquidación definitiva de las obligaciones originadas en los derivados. Dicha cámara dispone de políticas y procedimientos para que en caso de incumplimiento se constituya así misma como garante de todas las obligaciones dentro del mercado de derivados.

El presente trabajo tiene como propósito realizar un análisis jurídico de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia (CRCC), entidad encargada de proveer los servicios de compensación y liquidación para los derivados. Para una mejor ilustración del asunto, este escrito se dividirá en tres capítulos, en los cuales se buscará dar al lector una visión completa acerca de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte y las operaciones respecto de las cuales, ésta actúa como contraparte central. Para ello, en la primera parte del trabajo se hará una exposición breve sobre las operaciones del mercado de valores, en específico

aquellas que se transan en el mercado de derivados. Posteriormente, se explicará el funcionamiento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia, el tipo de operaciones que se transan en la misma y los sujetos participantes en dichas transacciones. Por último, se hará un análisis jurídico del sistema de compensación y liquidación que se adelanta a través de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia y de las instituciones jurídicas sobre las que se fundamenta dicha entidad para operar como contraparte central. Así mismo se buscará exponer las particularidades jurídicas que se presentan en dicho sistema.

1. OPERACIONES DEL MERCADO DE VALORES

El mercado de valores es el espacio donde se encuentran los emisores, los intermediarios y los inversionistas. En este mercado, se movilizan recursos de mediano y largo plazo desde aquellos sectores que tiene liquidez (Inversionistas) hacia las actividades productivas (empresas, sector financiero) mediante la compraventa de títulos valores o valores⁸ emitidos por los emisores. La movilización de los recursos podrá darse a través del mercado primario, en el cual los inversionistas adquieren los valores directamente de la emisión realizada por el emisor o a través de la negociación y adquisición de valores ya emitidos y en circulación(mercado secundario).

Según el escenario de negociación el mercado de valores se divide en el Mercado Mostrador también conocido como Mercado OTC, y los mercados regulados. Estos últimos se desarrollan por medio del sistema de negociación de valores, mecanismo de carácter multilateral y transaccional al cual concurren las entidades afiliadas al mismo para la realización en firme de ofertas sobre valores que se cierran en el sistema. En Colombia, el ente encargado es la Bolsa de Valores⁹.

Según el momento de su cumplimiento, las operaciones que se realizan en el mercado de valores se dividen en operaciones de contado, operaciones a plazo, operaciones monetarias y operaciones sobre instrumentos financieros derivados.

Las operaciones de contado son, según la BVC, las operaciones cuyo plazo de liquidación es igual a la fecha de registro y tienen un plazo de hasta tres días para la liquidación. Las operaciones a plazo, tienen un término de liquidación que va

⁸ Esto incluye: a) Las acciones; b) Los bonos; c) Los papeles comerciales; d) Los certificados de depósito de mercancías; e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; f) Cualquier título representativo de capital de riesgo; g) Los certificados de depósito a término; h) Las aceptaciones bancarias; i) Las cédulas hipotecarias; j) Cualquier título de deuda pública.

⁹ Artículo 2.15.2.1.1 del Decreto 2555 de 2010

desde 4 días hasta 365 días. Las operaciones a plazo se dividen, a su vez, en operaciones de cumplimiento efectivo y operaciones de cumplimiento financiero. Las operaciones monetarias se dividen en tres: los Repo, las operaciones simultáneas y las operaciones de transferencia temporal de valores, en estos tres tipos de operaciones se presentan un intercambio de dinero por valores con la finalidad última de que los valores vuelvan de nuevo a la parte enajenante. Estas operaciones solo podrán ser realizadas a través de las entidades autorizadas por la Superintendencia Financiera de Colombia ya que son operaciones reguladas por normas de orden público.

Actualmente, la Bolsa de Valores de Colombia es un mecanismo de administración de valores, sin ser el único, pues el Banco de la Republica también tiene autorización para ser administrador de sistemas de negociación para las operaciones que se realicen sobre Títulos de Deuda Pública (TES).

Estas operaciones al momento de su cumplimiento deben ser pasar por un proceso de compensación y liquidación, proceso que ahondaremos más adelante en el desarrollo de este capítulo.

Ahora bien, respecto a ciertas operaciones que se realizan en la BVC, la CRCC podrá ser la entidad encargada de la compensación y la liquidación, siempre que las operaciones versen sobre los activos establecidos por el Reglamento de Funcionamiento de la CRCC. Dichos activos son: Los valores nacionales o extranjeros, inscritos o no en el Registro Nacional de Valores y Emisores - RNVE, futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, productos estructurados, contratos, productos o bienes transables, incluyendo los que por su naturaleza se negocien a través de bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities o, a través de sociedades administradoras de los sistemas de intercambio comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica y de sociedades administradoras de sistemas transaccionales de energía

y de Contratos y derivados financieros que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, divisas y derivados sobre divisas.

Es fundamental precisar que la CRCC solo interviene en la compensación y liquidación de valores negociados en el mercado secundario.

Para una mejor comprensión de este panorama se presentará una exposición preliminar de estos activos con el fin de entender su naturaleza y posteriormente comprender el rol desempeñado por la CRCC.

1.1 DEFINICIONES PRELIMINARES

1.1.1 Valor

En la Ley 964 de 2005 se define el concepto de Valor como todo “derecho de naturaleza negociable que haga parte de una emisión, cuando tenga por objeto o efecto la captación de recursos del público”¹⁰.

1.1.2 Instrumentos Financieros

Un instrumento financiero es cualquier contrato que genera un activo financiero en una entidad y, al mismo tiempo, un pasivo financiero o un instrumento de capital en otra entidad¹¹.

¹⁰ Esto incluye: a) Las acciones; b) Los bonos; c) Los papeles comerciales; d) Los certificados de depósito de mercancías; e) Cualquier título o derecho resultante de un proceso de titularización; f) Cualquier título representativo de capital de riesgo; g) Los certificados de depósito a término; h) Las aceptaciones bancarias; i) Las cédulas hipotecarias; j) Cualquier título de deuda pública.

¹¹ Circular Básica Contable y Financiera en su Capítulo XVIII: Instrumentos Financieros Derivados y Productos Estructurados.

1.1.3 Instrumentos Financieros Derivados Básicos (“*Plain Vanilla*”)

Según la Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia en su Capítulo XVIII, un Instrumento financiero derivado es un contrato caracterizado porque el precio de intercambio depende de uno o más subyacentes, y su cumplimiento (liquidación) se lleva a cabo en un momento posterior.

El subyacente de un instrumento financiero derivado es una variable observable como: un activo, un precio, una tasa de cambio o de interés, que junto con el monto nominal y las condiciones de pago sirve de base para la estructuración del instrumento derivado¹².

Los párrafos 3 y 4 del artículo 2 de la Ley 964 de 2005, especifican que lo dispuesto en la mencionada ley y en las normas que la desarrollen y complementen “será aplicable a los derivados financieros [...] siempre que los mismos sean estandarizados y susceptibles de ser transados en las bolsas de valores o en otros sistemas de negociación de valores”. También se les dará el tratamiento de valor a los derivados financieros que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible.

1.1.3.1 Forwards: Los Forwards son un derivado no estandarizado, formalizado por un contrato entre dos partes con el fin de comprar o vender una cantidad específica de determinado subyacente en una fecha futura. En este contrato, negociado conforme a las necesidades de las partes se fija: el precio, la fecha y la modalidad de entrega entre otras condiciones del instrumento derivado. En la fecha de cumplimiento, al momento de liquidar puede darse la entrega física del

¹² Circular Básica Contable y Financiera en su Capítulo XVIII: Instrumentos Financieros Derivados y Productos Estructurados.

subyacente o la liquidación de diferencias dependiendo del subyacente¹³. Un forward, será entonces, un contrato en el que A le vende a B \$100.000 dólares, y entre las partes acuerdan que la fecha de entrega del subyacente, es decir de los dólares será el día 21 de junio de 2014 y también se acuerda que el precio. De esta manera, las partes contratantes, logran asegurarse que las fluctuaciones en la tasa de cambio no afecten el valor del contrato, ya que previamente estas han determinado que el precio de intercambio de dólares a peso entre ellos en junio 21 será de 1.930 pesos.

1.1.3.2 Futuros: Es un contrato estandarizado en virtud del cual las partes se obligan a comprar o vender un subyacente en una fecha futura a un precio establecido al momento de celebrar el contrato. Se considera estandarizado, porque la fecha de cumplimiento, su valor nominal, el lugar y la forma de entrega del subyacente está determinada previamente en un contrato marco.

Se consideran como futuros las Operaciones a Plazo tanto de Cumplimiento Financiero (OPCF) como de Cumplimiento Efectivo (OPCE) negociadas en las bolsas de valores.

Las OPCF son operaciones de derivados realizadas con fecha de cumplimiento igual o superior a 5 días calendario. En el día del cumplimiento, se liquidan las posiciones con base en un índice o precio de mercado, es decir se concreta un cumplimiento financiero o “nondelivery”. En las OPCF se pacta en el presente el precio de una compraventa que se va a realizar en el futuro sobre contratos que versan a su vez sobre determinados activos subyacentes, como índices bursátiles, de divisas o indicadores de rentabilidad¹⁴.

¹³ Los subyacentes de los forwards básicos pueden ser: Tasas de cambio, títulos de deuda, títulos participativos o tasas de interés.

¹⁴ Manual del usuario del sistema OPCF.

Las OPCE son operaciones a plazo en las cuales el vendedor y el comprador se obligan irrevocablemente, el primero a entregar (entrega efectiva) los valores vendidos en la fecha de cumplimiento de la operación, y el segundo a pagar en dicha fecha el precio pactado.

Por ejemplo, en la CRCC se liquida y se compensa el contrato de futuro sobre la acciones preferenciales de Bancolombia, este contrato está inscrito en la BVC. El subyacente es la acción preferencial de Bancolombia, y cada contrato de futuro tendrá un valor nominal de 1000 acciones.

La entrega del subyacente y del precio (previamente pactado) se deberá hacer al vencimiento del plazo que es cada tres meses. Este es un futuro con cumplimiento efectivo, puesto que se deben entregar los valores y el precio que se pactó por los mismos.

1.1.3.3 Permutas financieras básicas („swaps“): Son contratos en los que dos partes se obligan a intercambiar una serie de flujos por un periodo determinado en las fechas preestablecidas en el contrato. Los Swaps básicos son los swaps de tasas de interés “Interest Rate Swaps” y los swaps de monedas “Cross Currency Swaps” o una combinación de los dos.

Con la permuta de tasas de interés un contratante puede tomar provecho de la variabilidad de una tasa de interés. Por ejemplo, A tiene una deuda de 100.000.000 de pesos con una tasa de interés de LIBOR más 2% y pacta con su Banco una Interest Rate Swap con el fin de pagar sus intereses a una tasa de interés fija, por ejemplo, a una tasa del 7% mensual. Así, A recibe o paga en cada fecha la diferencia entre la tasa fija y la tasa variable para honrar su deuda. Si la tasa variable es mayor a la tasa fija, A recibe la diferencia entre ambas tasas. En cambio, si la tasa variable es menor a la tasa fija, A paga la diferencia.

1.1.3.4 Opciones europeas estándar de compra o de venta (Call - Put): Las opciones están divididas en opciones *call* y opciones *put*, ambas son contratos donde se le da al adquirente de la opción el derecho de comprar o vender el subyacente, según el tipo de opción, a un precio determinado y en una fecha futura previamente establecida, mediante el pago de una prima.

Es decir, quien compra una opción *call* debe pagar una prima, obteniendo así el derecho de comprar o no el subyacente en el caso de que el precio le sea favorable. Así mismo, quien emite una opción *call* recibe la prima por asumir el riesgo de no vender y adquiere la obligación de vender el subyacente en el caso de que el comprador decida ejercer su opción. Según lo anterior, Si A y B celebran un contrato de opción, donde A se compromete a venderle a B 100 gramos de oro (subyacente) a \$73.000 pesos por gramo, cuando se cumpla el plazo B deberá evaluar si el precio del contrato le es favorable considerando el precio de mercado del oro en ese momento. Si el precio de mercado es superior a \$73.000 será rentable para B ejercer la opción que tiene de comprar el subyacente.

El comprador de una opción *put* obtiene el derecho de vender un subyacente y de la misma manera debe pagar una prima, mientras que el vendedor tiene la obligación de comprar el subyacente en caso de que el comprador desee ejercer su opción. Así las cosas, cuando A y B celebran un contrato donde B se obliga a comprar 200.000 euros a un precio de 2.650 pesos por Euro. A como vendedor tiene la potestad, una vez cumplido el plazo del contrato de decidir vender los 200.000 euros si esto le resulta rentable, es decir si la tasa de cambio al vencimiento del plazo es menor a 2.650 pesos por euro. Adicionalmente B tendrá la obligación de comprar los euros si su contraparte decide vendérselos.

Por último, es preciso señalar que los derivados pueden ser o no estandarizados. Los estandarizados son aquellos contratos cuyas condiciones se encuentran

preestablecidas por el contrato y no sujetas a negociación por las partes, principalmente en cuanto al plazo y a las cantidades. Para el caso particular de Colombia, los derivados estandarizados son administrados por la BVC. Se enmarcan dentro del concepto general de Futuros y Opciones, en especial las operaciones a plazo de cumplimiento.

1.1.3.5 Producto Estructurado: Es el constituido por uno o más instrumentos financieros no derivados y uno o más instrumentos financieros derivados, los cuales pueden ser transferibles por separado o no y tener contrapartes diferentes o no, por cada uno de los instrumentos financieros que lo componen.

1.2 COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

La compensación y liquidación son el conjunto de procesos que conducen a que la transacción o compraventa sobre un activo financiero culmine, produciéndose el cambio de titularidad en el registro y la transferencia de fondos. En este sentido, la compensación y liquidación son procesos esenciales que permiten materializar los trasposos de valores y el pago entre las contrapartes, ya sean éstos intermediarios, inversionistas institucionales o particulares.

En Colombia, el sistema de compensación y liquidación fue consagrado en la Ley 964 de 2005, mediante la cual se define éste como el conjunto de actividades, acuerdos, agentes, normas, procedimientos y mecanismos que tengan por objeto la confirmación, compensación y liquidación de operaciones sobre valores.

Para que una entidad sea reconocida como un sistema de compensación y liquidación, sus actividades, acuerdos, normas, procedimientos y mecanismos deberán constar en reglamentos previamente aprobados por la Superintendencia de Valores (Hoy Superintendencia Financiera).

1.2.1 Compensación

La compensación es el proceso mediante el cual se establecen las obligaciones de entrega de valores y transferencia de fondos de los participantes en una transacción sobre valores. La forma de establecer las obligaciones de los participantes podrá hacerse a partir de mecanismos bilaterales o multilaterales que incorporen o no el valor neto de dichas obligaciones¹⁵.

Así pues, la compensación se define como la determinación de lo que cada contraparte debe recibir o entregar como resultado de las negociaciones de valores realizadas durante un determinado lapso de tiempo. De esta forma, entre las tareas de compensación está comprendida la conciliación de saldos o fondos de valores por recibir o por entregar de cada contraparte.

La compensación, usualmente comprende el cálculo de saldos netos, lo que implica neutralizar las obligaciones de las partes una contra otra. Tras dicho proceso de compensación, las posiciones ya se encuentran listas para su posterior liquidación. Como se verá a continuación, la compensación puede ser provista a través de diferentes sistemas:

- Compensación bruta: En este tipo de compensación se reconocen las prestaciones de las partes con base en cada operación celebrada entre éstas, en caso de ser varias. Es decir, las obligaciones se establecen transacción por transacción.

Al respecto es preciso señalar que el riesgo de liquidación para una operación que se procesase individualmente es el de coste de reposición resultante de incumplimiento en la entrega o en el pago de las obligaciones.

¹⁵ Artículo 9 de la Ley 964 de 2005

- Compensación de saldos (netting): Se presentan cuando las obligaciones de cada participante en un determinado mercado se calculan de forma agregada, es decir, si existen varias operaciones entre las partes, únicamente se calculan las prestaciones que cada una adeuda al final de la totalidad de las operaciones, y no operación por operación. La compensación de saldos puede darse a través de un mecanismo neto bilateral o un mecanismo neto multilateral. En el primero todas las transacciones que se hayan hecho entre un comprador y un vendedor dan lugar a una única obligación de cada uno frente al otro, mientras que en el segundo caso, la compensación se da entre todos los participantes.
- Compensación a través de una contraparte central: La compensación se realiza a través de una entidad que asume las obligaciones de comprador y vendedor.

Se debe aclarar que la compensación puede realizarse a través de una contraparte central y de igual manera, mediante ella podrá realizarse la compensación a través de la modalidad de saldos o netting. Es decir, el proceso de compensación podrá realizarse con la participación de una entidad (contraparte central), la cual se interpone entre las partes para convertirse en comprador de todo vendedor y a su vez utilizarse dentro de dicho proceso un sistema de neteo bilateral o multilateral según sea el caso. La CRCC, entidad que actúa como contraparte central en ciertas operaciones, como se verá más adelante, realiza además, procesos de compensación de neteo diario y cuando se vencen las operaciones.

1.2.2 Liquidación

La liquidación es un proceso mediante el cual se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación sobre valores, donde una parte entrega los valores y la otra efectúa la transferencia de los fondos u otros

valores¹⁶. El proceso de liquidación implica la conclusión de la transacción, es decir, su materialización y cumplimiento.

La liquidación será en firme cuando la cancelación de la obligación entre las contrapartes sea irrevocable e incondicional. Un sistema de compensación y liquidación nunca será seguro, si la transferencia de fondos y valores que se ha producido no es definitiva. Los principios internacionales desarrollados por el Parlamento Europeo¹⁷ indican que solo se puede deshacer la operación cuando haya existido fraude en su ejecución y/o liquidación¹⁸.

De acuerdo con lo expuesto, el proceso de compensación y liquidación de valores, se desarrolla en varias etapas, iniciando con la etapa de confirmación y siguiendo con las etapas de compensación y liquidación propiamente dichas. En síntesis, ellas son:

- Etapas de confirmación: Luego de verificar la clase de valor a negociar, el precio y la cantidad a intercambiar, las partes que han intervenido en la operación transmiten los datos al sistema de compensación y liquidación. El proceso donde se busca la corroboración de tales elementos de negociación y la comprobación de la información dada se conoce como confirmación.
- Etapas de compensación: En esta etapa se calculan las prestaciones a las que quedaron obligadas las partes y que deben cumplirse en la fecha de liquidación. De esta forma, en dicha etapa se establecen las obligaciones de entrega del valor y transferencia de fondos de los participantes en un sistema de compensación y liquidación.

¹⁶ Artículo 9 de la Ley 964 de 2005

¹⁷ Directiva 1998/26/CE

¹⁸ GUADAMILLAS MUÑOZ, Mario. Sistemas de compensación y liquidación de pagos y valores.

En: Revista de economía: Información Comercial Española (ICE). Número 801, 2002, p. 94 y 98.

- Etapa de liquidación: Es la etapa de cumplimiento de las obligaciones adquiridas en la negociación, es decir, es el momento en el cual se transfieren los valores y los fondos.

1.3 COMPENSACIÓN A TRAVÉS DE UNA CONTRAPARTE CENTRAL

El proceso de compensación, como ya se mencionó, puede ser realizado a través de una contraparte central, la cual se interpone entre las contrapartes actuando como comprador de todo vendedor y como el vendedor de todo comprador a través de la figura de la novación. Esto con el fin de reducir los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de las operaciones.

La compensación a través de una contraparte central busca, asimismo, reducir las obligaciones contractuales individuales al operar de manera centralizada y convertirse simultáneamente en el comprador y vendedor de todas las operaciones. Con ello se logra, no solo disminuir los márgenes requeridos para garantizar pérdidas potenciales, al asumir el riesgo de la liquidación sino que a su vez se facilita mantener el anonimato en las operaciones financieras.

Se encuentran autorizadas para administrar los sistemas de compensación y liquidación de operaciones las entidades que de acuerdo con la ley 964 de 2005 estén constituidas para tal fin. En este sentido, podrán actuar como contraparte central las cámaras de riesgo central de contraparte, las bolsas de valores, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, el Banco de la República, los depósitos centralizados de valores y las demás entidades que autorice el Gobierno Nacional.

1.4 RIESGOS DE LOS SISTEMAS DE LIQUIDACIÓN Y COMPENSACIÓN

Como elementos claves para la estabilidad y eficiencia del sistema financiero, los sistemas de compensación y liquidación representan un componente esencial de la infraestructura financiera, al proveer seguridad y estabilidad a las operaciones, en la medida que a través de estos sistemas se reduce los riesgos de incumplimiento y el riesgo de contraparte, a los cuales se encuentra expuesto el mercado. De este modo, un funcionamiento ineficiente de estos sistemas puede conducir a una crisis financiera, a veces de carácter sistémico, y también ocasionar problemas de eficiencia aumentando los costos de la transacción de una economía¹⁹.

Los sistemas de compensación y liquidación de valores que operan a través de una contraparte central desempeñan un papel importante dentro del sistema financiero al asegurar la disminución del riesgo de las operaciones que allí se realizan, “debido a que su funcionamiento permite asegurar que los agentes que intervienen en una operación puedan recibir los derechos y/o las obligaciones de su relación contractual”²⁰.

El proceso de compensación y liquidación involucra una serie de riesgos que afectan, no solo a las partes involucradas en la operación, sino también al sistema financiero en su conjunto.

En resumen tal y como se ha expresado, los sistemas de compensación y liquidación buscan mitigar primordialmente los riesgos de contraparte, liquidez y sistémico a los cuales se encuentran expuestos los participantes y el sistema financiero en general.

¹⁹ Ibid, p. 94.

²⁰ CASTELLANOS, Daniel; LIZARAZO, Ana Milena y VILLAMIL, Jairo Andrés. Los sistemas de compensación y liquidación: mitigantes de riesgos individuales, pero generadores de riesgo sistémico. En: Revista Semana Económica. Asobancaria. No. 839, 2012.

La compensación y liquidación a través de una contraparte central tiene como función primordial la gestión y administración del riesgo de contraparte, dado que al interponerse así misma entre las contrapartes de una negociación y constituirse como acreedor y deudor elimina los riesgos de incumplimiento de las obligaciones.

Con el fin de administrar este riesgo, el Decreto 2555 en su artículo 2.13.1.1.9 dispone que para el tratamiento del riesgo de contraparte “se asignará un valor de cero a la exposición de riesgo de crédito de contraparte en las operaciones aceptadas por una cámara de riesgo central de contraparte. Igualmente, se asignará un valor de cero a la exposición de riesgo de crédito de contraparte a las garantías otorgadas a una cámara de riesgo central de contraparte”.

La CRCC se encarga de administrar y mitigar el riesgo de contraparte a través de un modelo de riesgo compuesto por (i) las garantías exigidas a los miembros y (ii) la administración de los límites de operación.

1.4.1 Garantías

De acuerdo con el modelo de riesgo adoptado, la Cámara puede exigir a los miembros la constitución de garantías ordinarias o extraordinarias, las que tienen como objetivo principal amparar el cumplimiento de la compensación y liquidación de las operaciones aceptadas por la Cámara, el pago de las pérdidas potenciales generadas en el caso de un incumplimiento, bien sea por variación de precios en el mercado o por apertura de una nueva posición.

Las garantías ordinarias son aquellas establecidas para cubrir en primera instancia el incumplimiento de un miembro. Estas se clasifican a su vez en:

- Garantía inicial: Es aquella garantía mínima que los Miembros Liquidadores deben depositar con carácter previo a la aceptación de la primera operación por parte de la Cámara.
- Garantías diarias: son las garantías relativas a las posiciones abiertas tomadas en el mercado, exigible a todos los miembros y terceros con posiciones abiertas registradas en sus cuentas.
- Garantía general: Son aquellas garantías adicionales a las garantías diarias con el carácter de generales que buscan cubrir la exposición de riesgo de las Posiciones Abiertas que compensan y liquidan por cuenta de otros miembros o terceros.

Las garantías diarias toman una especial relevancia dentro del sistema en la medida que éstas están diseñadas para la protección de los riesgos asumidos por la operatividad diaria. El modelo de cálculo de las garantías diarias se basa en los análisis de riesgo y las volatilidades aceptadas por la Cámara, en condiciones de mercado consideradas como habituales y esperadas.

Dentro dicho modelo de riesgo la CRCC calcula las garantías suficientes y necesarias para cubrir el riesgo de incumplimiento de alguna de las contrapartes dependiendo de la posición abierta del miembro. Este cálculo se complementa con el control intradía del riesgo por la apertura de posición, además de variaciones extremas en los precios de los activos que compense y liquide la Cámara.

1.4.2 Administración de límites de operación

En cuanto a la administración de los límites de la operación, la CRCC gestiona el riesgo generado por la apertura de una nueva posición o la variación de los precios, mediante el establecimiento de límites de operación y de posición. Estos

límites están relacionados con las garantías depositadas, específicamente con la diferencia potencial que llegase a existir entre el riesgo generado por las posiciones de una cuenta y las garantías diarias depositadas.

Con relación al riesgo de liquidez, los sistemas de liquidación de valores han logrado concentrar dicho riesgo a través de contrapartes centrales, en las que se liquidan los fondos en un sistema de liquidación bruta en tiempo real o, en el caso de algunos sistemas de pago de bajo valor²¹ que se compensa bajo una base multilateral neta trasladando sus saldos de liquidación al sistema de liquidación bruta en tiempo real²².

En el caso de la CRCC este riesgo se pretende mitigar mediante el establecimiento de líneas de sobregiro, uso de garantías en efectivo, definición de haircuts o descuentos para los títulos valores recibidos en garantías. Por su parte, el riesgo sistémico en los procesos de compensación y liquidación hace referencia a una situación en la que un problema creado por una contraparte afecta la capacidad de otras contrapartes para que cumplan sus obligaciones de liquidación.

Los “sistemas de pagos de importancia sistémica” se establecen para identificar de manera precisa aquellos pagos que requieren una atención particular por ser potencialmente fuente de riesgo sistémico²³.

En la práctica, es difícil distinguir cuando un sistema es de importancia sistémica y por ello se ha matizado el concepto indicando que esta situación se produce cuando:

²¹ Los sistemas de pago de bajo valor son aquellos que tiene lugar entre consumidores, empresas y el gobierno, generalmente por bajas cuantías y de menor urgencia.

²² GUADAMILLAS, Op. Cit., p. 94.

²³ *Ibíd.*

- Es el único sistema que opera en un país, o el sistema principal en términos del valor total de liquidación.
- Liquida fundamentalmente pagos de alto valor individual, o
- Es utilizado para liquidar las transacciones del mercado financiero o para liquidar las transacciones de otros sistemas del país²⁴.

A partir de los estudios y “recomendaciones del llamado Grupo de los Veinte²⁵, se han venido adoptando directrices para la gestión de este riesgo y para elevar los estándares de transparencia en las operaciones con productos derivados. Una de las medidas más importantes tiene que ver con la obligación de utilizar las cámaras de contraparte central (clearing houses) en las negociaciones de algunos productos derivados que se hagan vía mercado mostrador (OTC). Con ello, se busca reducir el riesgo de contraparte y el posible contagio sistémico, gracias a la exigencia de garantías a las partes involucradas y a la administración centralizada de las negociaciones”²⁶.

1.5 PRINCIPIOS RECTORES DE LOS SISTEMAS DE COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Para efectos de garantizar un funcionamiento eficiente de un sistema de compensación y liquidación a través de una contraparte central y el cumplimiento de las finalidades que se le atribuyen a esta institución, la compensación y liquidación debe fundamentarse en tres principios básicos que permiten el desarrollo y funcionamiento de la compensación y liquidación a través de una contraparte central.

²⁴ *Ibíd.*

²⁵ GRUPO DE LOS 20. Compensación y liquidación global, Un plan de acción. Enero de 2003.

²⁶ CLAVIJO, Sergio. El papel de las Cámaras de Riesgo de Contraparte [en línea]. Contraparte. 2013. Recuperado el 21 de marzo de 2014 de:
http://anif.co/sites/default/files/uploads/Contraparte1-13_0.pdf.

La ley 964 de 2005 regula el principio de finalidad en las operaciones sobre valores (Artículo 10), las garantías entregadas por cuenta de los participantes (Artículo 11) y la anotación en cuenta (Artículo 12). Ellos constituyen los pilares básicos que permiten asegurar el funcionamiento de la compensación y liquidación, al proveer un marco legal para el desarrollo de esta actividad.

1.5.1 Principio de la finalidad de las operaciones

De conformidad con lo establecido en el artículo 10 de la ley 964 de 2005:

(...) las órdenes de transferencia de fondos o valores derivadas de operaciones sobre valores, así como cualquier acto que, en los términos de los reglamentos de un sistema de compensación y liquidación de operaciones deba realizarse para su cumplimiento, serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación. Se entiende por orden de transferencia la instrucción incondicional, ya sea de compra o venta, dada por un participante a través de un sistema de compensación y liquidación de valores para que se efectúe la entrega de un valor o valores, o de determinada cantidad de fondos a un beneficiario designado en dicha instrucción.

Una orden de transferencia ha sido aceptada cuando ha cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos en los reglamentos del respectivo sistema de compensación y liquidación.

En desarrollo de este principio las órdenes de transferencias sobre valores adquieren un carácter definitivo e irrevocable, que se extiende a su vez a los valores y los fondos objeto de negociación aceptados por los sistemas de compensación y liquidación. En este orden de ideas, desde el momento en que la orden haya sido aceptada por el sistema de compensación y liquidación, los valores objeto de la operación:

(...) no pueden ser objeto de medidas judiciales o administrativas incluidas las medidas cautelares, órdenes de retención o similares, así como las derivadas de normas de naturaleza concursal, de toma de posesión, disolución, liquidación, o acuerdos globales de reestructuración de deudas, que tengan por objeto prohibir, suspender o de cualquier forma limitar los pagos que deban efectuarse a través de dicho sistema.

Con el fin de que las operaciones sean efectivamente cumplidas sin que ningún gravamen sobre los valores entorpezca el cumplimiento de las mismas, se hace aplicable el principio de finalidad a los valores inscritos en bolsa que se encuentren depositados en un Depósito Centralizado de Valores (DECEVAL)²⁷. Es por esto que el carácter de irrevocabilidad aplica únicamente para los valores que son objeto de la orden de transferencia. En consecuencia, contra estos no podrá ordenarse la ejecución de medidas judiciales o administrativas, tales como medidas cautelares u órdenes de retención. Lo anterior no resulta sorprendente pues los valores son desmaterializados y su transferencia se perfecciona por el sistema de anotación en cuenta. En esto se diferencia los valores de los títulos valores²⁸. En estos últimos las medidas cautelares recaen sobre el título mismo en su carácter de bien mueble.

La firmeza e irrevocabilidad se extiende tanto a las órdenes de transferencia aceptadas, como a los actos necesarios para su cumplimiento y las operaciones que de aquellas se deriva. No hay por ello declaraciones de impugnación, anulación o ineficacia. Estas medidas sólo surtirán sus efectos respecto a órdenes de transferencia no aceptadas a partir del momento en que sean notificadas al administrador del sistema de acuerdo con las normas aplicables.

²⁷ Se debe considerar que según el artículo 2.15.2.1.2 del Decreto 2555, los sistemas de negociación tienen la obligación de garantizar la diseminación de la información respecto de las operaciones que se celebren por su conducto.

²⁸ El régimen legal para el gravamen de títulos valores está consagrado en los artículos 629, 658 y 659 del Código de Comercio.

1.5.2 Protección de las Garantías

En un sistema de compensación y liquidación, las garantías entregadas por cuenta de un participante, sean propias o de un tercero, que estén afectas al cumplimiento de operaciones u órdenes de transferencia aceptadas por el sistema, así como la compensación y liquidación que resulten de éstas, no podrán ser objeto de reivindicación, embargo, secuestro, retención u otra medida cautelar similar, administrativa o judicial, hasta tanto no se cumplan enteramente las obligaciones derivadas de tales operaciones u órdenes²⁹.

La protección a las garantías se extiende tanto a los actos por virtud de los cuales se constituyan, incrementen o sustituyan. En consecuencia serán irrevocables y no podrán impugnarse, anularse o declararse ineficaces³⁰.

Las garantías entregadas por cuenta de un participante en un sistema de compensación y liquidación de operaciones podrán aplicarse a la liquidación de las obligaciones garantizadas aun en el evento en que el otorgante sea objeto de un proceso concursal o liquidatorio o de un acuerdo de reestructuración. Se entenderá, sin embargo, que el sobrante que resulte de la liquidación de las obligaciones correspondientes con cargo a las citadas garantías será parte del patrimonio del otorgante para efectos del respectivo proceso³¹.

Con el fin de asegurar el cumplimiento de las garantías éstas pueden hacerse efectivas sin necesidad de trámite judicial y no sufren ninguna alteración, aún en el evento de que el otorgante sea objeto de un proceso de reorganización o de liquidación.

²⁹ Artículo 11, Ley 964 de 2005

³⁰ *Ibíd.*

³¹ *Ibíd.*

1.5.3 Anotación en cuenta

El proceso de liquidación de valores implica el cumplimiento de las obligaciones provenientes de la operación y en consecuencia el intercambio de los activos negociados entre las partes.

Teniendo en cuenta que dichas operaciones versan sobre valores, los cuales circulan sin necesidad de una entrega física del respectivo valor, toda vez que la desmaterialización de los valores supone una anotación en cuenta. El proceso de liquidación culminará con el registro o anotación que se efectúe de los derechos o saldos de los titulares de valores en las cuentas de depósito llevadas por un depósito centralizado de valores.

De este modo, el proceso de compensación y liquidación incluye la comunicación de instrucciones de liquidación a los depósitos centralizados de valores en los cuales se encuentren registrados los mismos.

La anotación en cuenta, de conformidad con la ley 964 de 2005 es constitutiva del respectivo derecho. En consecuencia, la creación, emisión o transferencia, los gravámenes y las medidas cautelares a que sean sometidos y cualquiera otra afectación de los derechos contenidos en el respectivo valor que circulen mediante el sistema de anotación en cuenta se perfeccionará mediante el registro respectivo. De tal forma, que quien figure en los asientos del registro electrónico es titular del valor al cual se refiera dicho registro y podrá exigir de la entidad emisora que realice en su favor las prestaciones que correspondan al mencionado valor.

2. CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE DE COLOMBIA

Mediante la Ley 964 de 2005 se creó la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, la cual de conformidad con lo establecido en dicha normatividad deberá ser constituida como una persona jurídica del derecho privado, bajo la forma de una Sociedad Anónima.

La CRCC tiene como objeto la “prestación del servicio de compensación como contraparte central de operaciones, con el propósito de reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento de las obligaciones derivadas de las mismas”³². Dicho objeto se debe desarrollar cumpliendo el mandato legal establecido artículo 53 del Estatuto Orgánico del Sistema Financiero que consagra el régimen para constituir las entidades del sistema financiero que serán sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia. Dicho artículo establece que estas entidades deberán ser constituidas como sociedades anónimas o asociaciones cooperativas, y deberán obtener un certificado de autorización expedido por el Superintendente financiero.

Las CRCC por disposición legal deberán incluir en su razón social y nombre comercial la denominación “cámara de riesgo central de contraparte”, seguida de la abreviatura S. A. Adicionalmente, deberán inscribirse en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores como proveedores de infraestructura del mercado de valores.

La ley también determina de forma rigurosa cómo se ha de constituir dicha sociedad, estableciendo para el desarrollo de objeto social un monto mínimo de

³² Estatutos Sociales de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte.

capital de diecinueve mil millones de pesos (\$19.000.000.000)³³, que deberá acreditar la CRCC al momento de su constitución³⁴.

Dicha sociedad solo podrá tener como socios a:

(...) los intermediarios de valores, los establecimientos de crédito, las compañías de seguros, las sociedades de servicios financieros, las sociedades de capitalización, las sociedades administradoras de sistemas de negociación, las bolsas de valores, las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, los intermediarios de estas últimas y los depósitos centralizados de valores³⁵.

También podrán ser socios las bolsas de futuros y opciones, las sociedades administradoras de los sistemas de intercambio comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica y las sociedades administradoras de sistemas transaccionales de energía y de contratos y derivados financieros que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, y sus intermediarios, las sociedades que realicen la compensación y liquidación de valores, divisas, de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, de contratos de futuros y opciones y otros instrumentos derivados financieros, incluidos aquellos que tengan como subyacente energía eléctrica o gas combustible, las entidades administradoras de sistemas de negociación de activos o bienes susceptibles de compensarse y liquidarse a través de dichas cámaras, así como los intermediarios que actúen en dichos sistemas³⁶.

Ninguna de las entidades anteriores podrá ser beneficiario real de un número de acciones que constituyan más del diez por ciento del capital social de la CRCC. Se exceptúan las bolsas de valores, los sistemas de negociación de valores, las

³³ El monto de constitución se deberá ajustar cada año según el índice de precios al consumidor suministrado por el DANE.

³⁴ Artículo 2.13.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010

³⁵ Artículo 16 de la Ley 964 de 2005

³⁶ Artículo 2.13.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010

bolsas de futuros y opciones, las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, los depósitos centralizados de valores y las sociedades administradoras de sistemas de intercambio comerciales del mercado mayorista de energía eléctrica que podrán tener hasta un máximo de treinta por ciento (30%) del capital social de las CRCC.

También podrán ser socios de las CRCC, las entidades del exterior cuya actividad sea igual o similar a las anteriormente mencionadas, y exista previa autorización de la Superintendencia Financiera.

La cámara como cualquier otra sociedad anónima, deberá tener una Junta Directiva, un Representante Legal, un Revisor Fiscal y una Asamblea de Accionistas. Además de los órganos sociales, la CRCC deberá contar con por lo menos un Comité de Riesgos, encargado de evaluar las políticas, mecanismos y procedimientos de riesgo que se implementan en la Cámara y recomendar los ajustes que sean necesarios. Un comité de auditoría que tendrá como fin verificar el control interno y las funciones de auditoría pertinentes³⁷.

2.1 FUNCIONES DESARROLLADAS POR LA CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE

Como ya se ha mencionado, la función principal de la Cámara es compensar y liquidar, las operaciones listadas en el Reglamento de Funcionamiento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte. Sobre las mismas, la Cámara puede interponerse como contraparte directa de las partes que llevan a cabo estas operaciones, o solamente como la entidad encargada de administrar la compensación y la liquidación, o en algunos casos jugando ambos papeles.

³⁷ Artículo 2.13.1.1.5 del Decreto 2555 de 2010

A través de la Cámara se transan las siguientes operaciones: Operaciones de Contado, Operaciones a Plazo de Cumplimiento Efectivo, Operaciones a Plazo de Cumplimiento Financiero, repos, carrusel, operaciones sobre derivados, transferencia temporal de valores, ventas en corto, simultáneas. La actuación de la CRCC podrá adelantarse en relación con operaciones que se efectúen en el mercado mostrador, en las bolsas, o en los sistemas de negociación, o en cualquier otro mecanismo autorizado por el Reglamento de la Cámara³⁸.

Por su parte, las operaciones antes mencionadas versan sobre los activos que fueron expuestos en el capítulo I, de este trabajo. Entre ellas se encuentran los valores nacionales o extranjeros, los futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados, los productos estructurados³⁹.

Las operaciones que provenientes de una bolsa o sistema de negociación o registro con el que la CRCC haya suscrito un acuerdo donde se compromete a constituirse en contraparte directa y a administrar la compensación y la liquidación de dichas operaciones serán lo que el Reglamento de la CRCC denomina Operaciones Susceptibles de ser Aceptadas. Éstas serán evaluadas por la Cámara en cuanto a los riesgos y se verificará que cumplan con los requisitos impuestos por el Reglamento.

Estos requisitos son: (1) Que las partes que las celebran sean miembros activos de la CRCC. (2) Que al momento de la celebración de la operación tengan los límites y las garantías necesarias dependiendo si la operación proviene de la bolsa o del mercado mostrador. La Circular Única de la CRCC establece que los Límites⁴⁰ tienen como función restringir el nivel de exposición que le representa a

³⁸ Artículo 1.2.1 del reglamento de funcionamiento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte.

³⁹ Artículo 1.3.2 del Reglamento de Funcionamiento de CRCC.

⁴⁰ Hay tres tipo de límites: Límite Operativo Diario-(LOD), el Límite de Posición Abierta-(LPA) y Límite de Obligación Latente de Entrega (LOLE)

la Cámara la toma nuevas posiciones en el mercado hasta que no se hayan constituido las debidas garantías o las garantías extraordinarias a las que haya lugar. Los límites también evitan la acumulación de riesgo de contraparte y liquidez. (3) Que las operaciones cumplan con un filtro de volumen establecido en la Circular Única⁴¹.

El órgano encargado de evaluar las operaciones en las cuales la Cámara actuara como contraparte, usando la novación de los contratos suscritos como mecanismo de interposición, es la junta directiva. Una vez se verifica el cumplimiento de las exigencias y controles de riesgo antes mencionados se dividen las operaciones en Operaciones Aceptadas, que son aquellas en las que la CRCC asume el rol de contraparte, y en *Operaciones Aceptadas por la Cámara para Compensar y Liquidar Únicamente*, que como su nombre lo indica son operaciones donde la CRCC solo hará la labor de compensación y liquidación.

La CRCC le dará el tratamiento de Operaciones Aceptadas a los contratos de Futuros provenientes de sistemas de negociación, es decir, se constituirá como contraparte directa⁴². Para los Derivados no Estandarizados que se transen en un sistema de negociación autorizado, la CRCC también se podrá constituir como contraparte pero primero deberá evaluar si la operación concreta cumple con los controles de riesgo específicos.

Una vez la CRCC se constituya como Contraparte en una operación, su función será como acreedora y deudora recíproca de los derechos y obligaciones que se deriven de dichas operaciones, asumiendo tal carácter frente a las partes en la operación de forma irrevocable, quienes a su vez tendrán un nuevo vínculo jurídico con la Cámara, como Contraparte Central, y no entre sí⁴³.

⁴¹ Artículo 2.3.3 del Reglamento de Funcionamiento de CRCC. Circular Única de la CRCC

⁴² Circular Única de la CRCC

⁴³ Artículo 1.2.1. del Reglamento de Funcionamiento de la CRCC

2.2 OBLIGACIONES DE LA CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE

Con el propósito de asegurar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de las operaciones, de tal forma que se eliminen los riesgos de incumplimiento, se han establecido una serie de obligaciones para la CRCC.

En este sentido, el artículo 15 de la ley 964 de 2005 determina que la CRCC deberá, con el fin de asegurar la prestación del servicio de compensación como contraparte central de las operaciones,

(...) constituirse como acreedora y deudora recíproca de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones que hubieren sido previamente aceptadas para su compensación y liquidación (...) asumiendo tal carácter frente a las partes en la operación de forma irrevocable, quienes a su vez mantendrán el vínculo jurídico con la contraparte central y no entre sí.

Dicha obligación de origen legal, busca dotar de una fuerza jurídica el papel de la CRCC en los sistemas transaccionales en los cuales ésta interviene. Se refuerza así el cumplimiento de las operaciones, puesto que al convertirse en comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador, el riesgo de contraparte se logra disminuir. Esto debido a que la Cámara cuenta con los mecanismos suficientes para garantizar el cumplimiento de las obligaciones derivadas de las operaciones.

Adicionalmente, en este mismo artículo de la ley 964 de 2005, se establecen otras obligaciones, como (a) administrar sistemas de compensación y liquidación de operaciones; (b) exigir, recibir y administrar las garantías otorgadas para el adecuado funcionamiento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte; (c) exigir a las personas que vayan a actuar como sus contrapartes, respecto de las operaciones en las que se constituya como deudora y acreedora recíproca, los dineros, valores o activos que le permitan el cumplimiento de las obligaciones de aquellos frente a la misma, de conformidad con lo establecido en el reglamento

autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia; (d) expedir certificaciones de los actos que realice en el ejercicio de sus funciones.

Teniendo en cuenta que desde un punto de vista legal se encuentran definidas las obligaciones y/o deberes para las cámaras de riesgo central de contraparte, el desarrollo de dichas obligaciones legales y el funcionamiento de estas entidades estará circunscrito a lo establecido en el reglamento adoptado por la entidad, el cual deberá contener por lo menos las condiciones establecidas en el artículo 2.13.1.1.7 del Decreto 2555 de 2010. Adicionalmente para que la CRCC sea reconocida como un sistema de compensación y liquidación, las actividades, acuerdos, normas, procedimientos y mecanismos que desarrolle la Cámara deberá constar en reglamentos previamente aprobados por la Superintendencia de Financiera de Colombia.

Cabe señalar que el carácter vinculante del reglamento de funcionamiento de la CRCC se extiende a los miembros, agentes y a los terceros por cuenta de los cuales actúan los miembros. Lo mismo se puede decir de las circulares e instructivos que la misma emita., en la medida que dichos documentos son parte integrante de los acuerdos o contratos de vinculación que suscriban las contrapartes, y en consecuencia, se entenderán conocidos y aceptados por éstos, por las personas vinculadas a ellos, y por las personas por cuenta de las cuales se realicen operaciones en la cámara de riesgo central de contraparte⁴⁴.

Recuérdese que, el reglamento al igual que las circulares e instructivos operativos emitidos por la CRCC deberán respetar lo dispuesto en la ley y atender a lo establecido en los estatutos de la entidad. En caso de discrepancia entre el reglamento y las circulares o los instructivos operativos, prevalecerá lo dispuesto en el reglamento.

⁴⁴ Artículo 1.4.8 del Reglamento. Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

De conformidad con lo establecido en el reglamento de funcionamiento de la CRCC, corresponde a la Cámara cumplir con ciertas obligaciones respecto a los participantes, frente al mercado y como proveedor de infraestructura.

En este sentido, en desarrollo de la obligación de información, corresponde a la CRCC comunicar al mercado y a las autoridades competentes sobre el incumplimiento de alguno de sus miembros. De igual forma, la Cámara deberá notificarles a sus miembros el estado de las cuentas que tienen a su nombre y deberá conservar un registro de las Operaciones Aceptadas durante los términos que establezca la ley. Dicha obligación de información implica, a su vez, que la entidad deba, por mandato legal, mantener en estricta confidencialidad la información que conserve sobre la identidad de los miembros y los terceros, y sobre la Operaciones Aceptadas y sobre las operaciones a compensar y liquidar, con excepción de la información requerida por los entes de control y las autoridades competentes. También se encuentra obligada a informar a la Superintendencia Financiera de Colombia cuando actúe como contraparte en los procesos de liquidación y compensación entre sus miembros. Actuando en calidad de contraparte también tendrá la obligación de cumplir con las entregas de efectivo o de activos según corresponda en cada tipo de operación.

Respecto a las obligaciones que la CRCC tiene en su condición de proveedor de infraestructura se encuentran la de administrar el sistema de compensación y liquidación de manera eficaz y segura. Para esto deberá establecer las reglas y procedimientos necesarios para reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento que se derivan de las Operaciones Aceptadas. Así mismo, la Cámara deberá exigir y mantener las garantías suficientes para soportar, como mínimo, el Incumplimiento del Miembro con el que mantiene la mayor posición en condiciones de mercado extremas pero posibles⁴⁵. Para mantener la seguridad en todas las

⁴⁵ Artículo 1.2.2 del Reglamento de Funcionamiento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte.

operaciones que se transan a través de la cámara ésta debe tener un sistema operativo, con aplicaciones y bases de datos con altas medidas de seguridad. Adicionalmente deberá reportar ante las autoridades competentes las actuaciones de sus miembros que puedan ser consideradas como irregulares, fraudulentas, o ilegales.

2.3 SUJETOS PARTICIPANTES EN LAS TRANSACCIONES QUE SE DESARROLLAN A TRAVÉS DE LA CRCC

Para acceder a los sistemas de compensación y liquidación administrados por la CRCC es necesario que las contrapartes involucradas en una transacción sobre determinado activo que pretenda ser realizada a través de una CRCC, sean entidades que están autorizadas para actuar como contrapartes.

De acuerdo con lo anterior, el artículo 2.13.1.1.8 del Decreto 2555 de 2010 determina que

(...) podrán ser contrapartes de una cámara de riesgo central de contraparte y tendrán acceso directo a la misma, en las condiciones, modalidades y con el cumplimiento de los requisitos establecidos en su reglamento, las entidades sujetas a inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia, así como los intermediarios de cualquier clase de derivado, instrumento, producto, bien transable o contrato, que tengan acceso directo a los medios de pago y de entrega establecidos por la cámara de riesgo central de contraparte, así como las entidades públicas que estén legalmente facultadas para utilizar sistemas de negociación cuando realicen operaciones de tesorería.

De igual forma podrán ser contrapartes de las cámaras de riesgo central de contraparte la Nación-Ministerio de Hacienda y Crédito Público- y el Banco de la República, así como las entidades del exterior que estén autorizadas para ser contrapartes de cámaras de riesgo central de contraparte del exterior o entidades similares y que se encuentren bajo la supervisión de una autoridad equivalente a la Superintendencia Financiera de Colombia.

Como se expondrá a continuación las contrapartes de las cámaras de riesgo central de contraparte podrán ser de tres tipos, los cuales dependiendo de su condición podrán participar en la compensación y liquidación por su propia cuenta o por cuenta de terceros.

2.3.1 Miembros Liquidadores

Son miembros o contrapartes liquidadores aquellas entidades que tienen acceso directo a una cámara de riesgo central de contraparte autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia, a través de las cuales esta cámara acreditará y debitará de las cuentas a su nombre con el propósito de compensar, liquidar y garantizar ante sí los instrumentos financieros derivados o productos estructurados que se hayan celebrado en una bolsa, un sistema de negociación, en el mercado mostrador o cualquier otro mecanismo autorizado por el Reglamento de la Cámara.

Únicamente podrán participar como Miembros Liquidadores: los establecimientos bancarios, corporaciones financieras y/o sociedades comisionistas de bolsa de valores. Adicionalmente, los establecimientos bancarios matrices podrán servir como miembros liquidadores de los instrumentos financieros derivados y productos estructurados que se compensen, liquiden o garanticen en una cámara de riesgo central de contraparte, que hayan sido transados por sus entidades filiales o subsidiarias, o por los fondos, carteras colectivas o patrimonios autónomos administrados por éstas⁴⁶.

Los miembros liquidadores podrán participar en tal calidad por cuenta propia, por cuenta de Miembros No Liquidadores o por cuenta de terceros en la compensación y liquidación de instrumentos financieros derivados o productos estructurados.

⁴⁶ Artículo 2.35.1.3.2 del Decreto 2555

De acuerdo con el reglamento de la CRCC los miembros liquidadores podrán ser de carácter individual, cuando actúan por cuenta propia o de un tercero o general cuando actúan a nombre propio, de un tercero o de uno o varios Miembros No Liquidadores.

Es preciso señalar que corresponde a los Miembros Liquidadores administrar el riesgo de los Miembros No Liquidadores y de terceros, compensando y liquidando sus operaciones ante la CRCC. De igual forma, cuando un Miembro Liquidador participe por cuenta de un Miembro No Liquidador o de un tercero y cualquiera de estos últimos no cumpla con sus obligaciones relacionadas con una operación con instrumentos financieros derivados o productos estructurados que se compense, liquide o garantice a través de una cámara de riesgo central de contraparte, será responsabilidad del Miembro Liquidador cumplir con tales operaciones entregando el dinero o los valores, según corresponda, y/o constituyendo las garantías respectivas⁴⁷.

Como se ha mencionado, la CRCC busca mitigar los riesgos asociados a la compensación y liquidación, en especial, el riesgo de contraparte. Para ello, la CRCC a través del sistema de control de riesgos de ejecución diaria, mediante el cual monitorea el comportamiento de la exposición de riesgo asociado a las posiciones abiertas de los Miembros Liquidadores, No Liquidadores y terceros con el fin de eliminar la posibilidad de pérdida en caso de incumplimiento de algún miembro y contar con suficientes recursos para soportar dichas pérdidas.

Dicho sistema de control de riesgo funciona a través de un mecanismo de anillos de seguridad dispuestos para el control y monitoreo del riesgo de contraparte y con el cual se busca proteger patrimonialmente a la CRCC. Estos anillos se encuentra compuestos por (i) solidez de los Miembros Liquidadores, (ii) garantías

⁴⁷ Artículo 2.1.2, Reglamento Cámara de Riesgo Central de Contraparte de Colombia.

iniciales y diarias (iii) administración de límites, (iv) garantías extraordinarias, (v) fondos de salvaguarda y (vi) patrimonio de la CRCC.

Teniendo en cuenta que el primero de los anillos se sustenta en la solidez de los Miembros Liquidadores, ello implica que éstos deban cumplir requisitos especiales en términos de capacidad financiera y operativa. Lo anterior, toda vez que la Cámara únicamente admitirá Miembros Liquidadores que cumplan con el requisito de patrimonio técnico mínimo⁴⁸ establecido en la Circular Única de la CRCC, y que cuenten con la capacidad operativa suficiente para responder en todo momento por las obligaciones establecidas en el Reglamento.

Adicionalmente, con el fin de monitorear la situación financiera de los Miembros Liquidadores corresponde a la Cámara desarrollar procedimientos para revisar periódicamente los indicadores financieros, operativos y tecnológicos establecidos por la Cámara para la permanencia como miembro liquidador.

De este modo los Miembros Liquidadores son entidades con responsabilidades directas frente a las CRCC en tanto responden por el cumplimiento de las obligaciones resultantes de operaciones que se liquiden y compensen a través de ella, es decir, tanto de aquellas celebradas por cuenta propia como por cuenta de Miembros No Liquidadores y sus terceros.

2.3.2 Miembros No Liquidadores

Los Miembros No Liquidadores son aquellas entidades que tiene acceso directo a la Cámara, pero cuyas liquidaciones con la misma se hacen a través de un

⁴⁸ Es el capital mínimo exigido para la constitución de un establecimiento bancario. El patrimonio técnico es la suma del patrimonio básico y el patrimonio adicional, teniendo en cuenta su grado de realización ante eventuales situaciones financieras que sufra la entidad. Se emplea para efectos de vigilancia y control de la solvencia patrimonial de entidades financieras e intermediarios de valores.

Miembro Liquidador a los cuales podrán acudir por propia cuenta, es decir, en relación con sus propias operaciones o por cuenta de Terceros.

En este orden de ideas, los Miembros No Liquidadores realizan sus operaciones directamente en los sistemas de negociación, pero el cumplimiento de sus obligaciones ante la CRCC es responsabilidad del miembro liquidador por intermedio del cual se compensa y liquida.

De acuerdo con lo establecido en el reglamento de la CRCC para efectos de actuar como Miembro No Liquidador, las entidades deberán celebrar previamente un convenio con uno o varios Miembros Liquidadores Generales y presentar un original de dicho Convenio a la Cámara.

Corresponde a los Miembros No Liquidadores responder frente a su Miembro Liquidador General por el cumplimiento de las obligaciones resultantes de Operaciones Aceptadas por la Cámara, celebradas por cuenta propia o por cuenta de sus Terceros. Adicionalmente deberán cumplir con las obligaciones adquiridas con cada uno de sus Miembros Liquidadores Generales y mantener en todo momento los niveles de solvencia y los estándares operativos que éstos le exijan.

En el evento que, un Miembro No Liquidador participe por cuenta de un tercero y éste no cumpla con sus obligaciones relacionadas con una operación con instrumentos financieros derivados o productos estructurados que se compense, liquide o garantice a través de una cámara de riesgo central de contraparte, el miembro no liquidador deberá reportar al respectivo Miembro Liquidador General y a la Cámara el Incumplimiento de los Terceros por cuenta de los cuales actúan. Será responsabilidad del miembro no liquidador cumplir con tales operaciones entregando el dinero o los valores, según corresponda, y/o constituyendo las

garantías respectivas⁴⁹. Ante estas situaciones, la CRCC estará facultada para liquidar de manera anticipada las obligaciones de dicha contraparte y, de conformidad con el reglamento y lo establecido en los acuerdos o contratos de vinculación, destinar los recursos recibidos, así como las garantías asociadas a sus operaciones, para asegurar el cumplimiento de obligaciones.

2.3.3 Terceros

Se consideran terceros las personas naturales o jurídicas, los patrimonios autónomos o demás entidades jurídicas que acceden a las bolsas, los sistemas de negociación, el mercado mostrador o cualquier otro mecanismo autorizado por el Reglamento de la Cámara, a través de uno o varios Miembros No Liquidadores, Miembros Liquidadores Individuales o Miembros Liquidadores Generales, según sea el caso, para realizar, por intermedio de éstos, operaciones susceptibles de ser aceptadas por la Cámara.

⁴⁹ Lo dispuesto en el presente párrafo será aplicable a cualquier operación sobre valores, instrumentos financieros, productos o bienes transables o contratos que se compensen en una cámara de riesgo central de contraparte autorizada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

3. ANÁLISIS JURÍDICO DE LA CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE

3.1 NOVACIÓN COMO MECANISMO DE INTERPOSICIÓN

Como se ha explicado a lo largo de esta monografía, la CRCC desempeña sus funciones como contraparte central en la liquidación y compensación de las Operaciones Aceptadas, interponiéndose entre las partes para actuar como comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador. Este fenómeno se presenta a través de la novación, la cual permite a la CRCC interponerse entre las partes de una operación celebrada en los sistemas transaccionales y en el mercado mostrador. De este modo, corresponde analizar desde un punto de vista jurídico el actuar de esta entidad con el fin de comprender su funcionamiento dentro del mercado.

De acuerdo con el reglamento de la CRCC,

(...) los derechos y obligaciones derivados de las Operaciones Aceptadas por la Cámara como contraparte se entenderán automáticamente novados, con ocasión de la interposición de la Cámara como contraparte, surgiendo nuevos derechos y obligaciones de y frente a ésta y extinguiéndose los que hasta ese momento existieran entre quienes hubieran celebrado la operación en su origen⁵⁰.

Teniendo en cuenta lo anterior, en un contrato de derivados financieros suscrito entre A y B, la Cámara novará el contrato original y tomará ante A la posición contractual de B, es decir entregará a A, en la fecha de cumplimiento, las prestaciones a las que se obligó B. De la misma manera, tomará la posición contractual de B, y entregará en la fecha de cumplimiento la contraprestación previamente convenida con A. De este modo, surgen por así decirlo dos contratos,

⁵⁰ Artículo 2.3.2 del Reglamento de Funcionamiento de la CRCC.

uno entre A y la CRCC y otro entre B y la CRCC, evitando así que pueda operar una confusión como modo extintivo de obligaciones.

El artículo 1687 del Código Civil define la novación como la sustitución de una nueva obligación a otra anterior, la cual por tanto queda extinguida. De acuerdo con Ospina Fernández “la novación es un acto jurídico híbrido o complejo que participa, a la vez, de la naturaleza de las convenciones extintivas en cuanto soluciona, al igual que el pago puro y simple, una obligación preexistente, y de la naturaleza de los contratos en cuanto da nacimiento a una obligación nueva”⁵¹.

Siendo un contrato, la novación deberá satisfacer los requisitos esenciales y formalidades necesarias para su nacimiento. Ello implica la necesidad de un consentimiento válido exento de vicios, la intención de novar, la capacidad de las partes y en general, la concurrencia de las formalidades y condiciones que debe cumplir el nuevo acto jurídico⁵².

Teniendo en cuenta lo anterior, en la novación el acuerdo de voluntades debe incorporar la intención de novar (*animus novandi*). Tal intención debe orientarse a extinguir la obligación inicial para crear una nueva. Por lo tanto,

(...) para que haya novación es necesario que lo declaren las partes, o que aparezca indudablemente que su intención ha sido novar, porque la nueva obligación envuelve la extinción de la antigua. Si no aparece la intención de novar, se mirarán las dos obligaciones como coexistentes, y valdrá la obligación primitiva en todo aquello en que la posterior no se opusiere a ella, subsistiendo en esa parte los privilegios y cauciones de la primera⁵³.

⁵¹ OSPINA FERNÁNDEZ, Guillermo. Régimen General de las Obligaciones. Octava Edición. Bogotá: Temis. 2008. p. 403.

⁵² TAMAYO LOMBANA, Alberto. Manual de Obligaciones. 2003. Bogotá: Temis. 2003. p.141.

⁵³ Artículo 1693 del Código Civil

En este orden de ideas, en la novación predomina el *animus novandi* lo cual significa la voluntad de extinguir una obligación a cambio de otra⁵⁴.

Adicionalmente, la novación requiere que la obligación nueva deba diferenciarse de la antigua obligación mediante el cambio de uno de los elementos estructurales de la obligación original, el cual puede recaer en el cambio del acreedor o de deudor (novación subjetiva), o en el cambio del objeto (novación objetiva).

La novación subjetiva puede presentarse por el cambio de los sujetos del contrato. En la novación por cambio de acreedor, previsto en el artículo 1690 del Código Civil, el deudor contrae una nueva obligación respecto a un tercero mediante un acuerdo entre el deudor y el acreedor en el que se establece que el acreedor inicial va a ser sustituido por un nuevo acreedor, que pasa a ser titular del crédito, de tal forma que el deudor es liberado en relación con el antiguo acreedor. Este tipo de novación, exige el consentimiento de las tres partes, el acreedor y deudor originales y del tercero (nuevo acreedor). Es necesario el consentimiento del deudor puesto que este va a contraer una nueva obligación. De no haber consentimiento del deudor, no se configuraría la novación, y el acreedor tendría que acudir a la cesión de créditos, otra figura jurídica.

En la novación por cambio de deudor, el deudor inicial es sustituido por uno nuevo. De tal forma que el deudor inicial queda liberado al ocupar el segundo su puesto. De acuerdo con el artículo 1694 del Código Civil, la sustitución del nuevo deudor a otro no produce novación, si el acreedor no expresa su voluntad de dar por libre al primitivo deudor. A falta de esta expresión se entenderá que el tercero es solamente diputado para hacer el pago, o que dicho tercero se obliga solidaria o subsidiariamente, según parezca deducirse del tenor o espíritu del acto.

⁵⁴ RODRIGUEZ GREZ, Pablo. Extinción convencional de las obligaciones. Vol. I. Santiago: Editorial jurídica de Chile. 2006

La novación por cambio del deudor podrá presentarse en dos modalidades dependiendo de la presencia de la voluntad de todos los sujetos participantes en ella. Cuando en el acuerdo de novación interviene el acreedor y deudor originales y un tercero, se dice que hay novación y así mismo una delegación perfecta⁵⁵. Cuando se presenta un tercero que se obliga a pagar la deuda del primer deudor pero en este acto no interviene la voluntad de este último, si el acreedor acepta y libera al deudor primitivo se dice que hay una expromisión.

La novación como tal, tiene como efecto la extinción de la obligación existente y el surgimiento de una nueva. En virtud de esta operación sustitutiva, el vínculo obligatorio primitivo se soluciona totalmente, y así el deudor se libera de la respectiva deuda y el crédito correlativo desaparece⁵⁶.

Este efecto extintivo y creador que se deriva de la novación implica que “el nuevo acreedor adquiere un crédito nuevo. Por ser nuevo, no está provisto de los accesorios que tenía el que se extinguió. En consecuencia, el nuevo acreedor tiene un nuevo crédito sin las garantías y sin los vicios de la obligación primitiva”⁵⁷.

Como se menciona al inicio de este capítulo, el reglamento de funcionamiento de la CRCC establece que para la compensación y liquidación de las Operaciones Aceptadas dichas operaciones se entenderán novadas. Dicha novación es realizada en virtud de acuerdos previos entre la CRCC y los miembros participantes⁵⁸ (contrapartes en la operación), de tal forma que en los contratos de derivados negociados en los sistemas transaccionales, las partes contractuales terminan siendo, la CRCC en un extremo y el inversionista en otro. La CRCC sustituye a la otra punta de la operación.

⁵⁵ La delegación consiste en que una persona llamada delegante encarga a otra denominada delegada para que asuma la ejecución de una prestación en favor de otra persona llamada delegataria.

⁵⁶ OSPINA, Op. Cit., p. 403

⁵⁷ TAMAYO, Op. Cit., p. 141.

⁵⁸ Miembros liquidadores, miembros no liquidadores y terceros.

Para que pueda existir un negocio jurídico se hace necesario que exista una manifestación de voluntad, la que por esencia debe ser clara, libre y eminentemente voluntaria. Ello implica que esta debe ser emitida de forma libre, autónoma, exenta de vicios, como la violencia o el error involuntario o inducido. Considerando que la compraventa es un contrato consensual, para que se entienda perfeccionado dicho contrato solo es necesaria la manifestación de aquiescencia de las partes. Sin embargo cuando se trata de la compra y venta de valores la doctrina especializada del AMV ha determinado:

(...) que estos contratos [...] habrá que identificarlos como contratos que para efectos de su concreción requieren de una particular formalidad, cual es el ingreso de las respectivas ofertas y demandas en los sistemas dispuestos al mercado en las condiciones que establecen los reglamentos de dicha entidad, se vinculan entre sí, dando origen a lo que se conoce como operación o transacción⁵⁹.

De esta manera, el contrato compraventa de valores no es un contrato consensual sino que requiere de la formalidad antes mencionada para su perfeccionamiento.

Ahora bien, la función de la CRCC respecto a dichas operaciones negociadas en los sistemas transaccionales, será la de interponerse entre las partes a través de la figura de la novación, teniendo en cuenta que la novación requiere de las partes una manifestación clara de la intención de novar. En el caso particular, el animus novandi se encuentra establecido en el contenido mínimo que debe tener el convenio celebrado entre la CRCC y el miembro liquidador, los Miembros No Liquidadores y los terceros⁶⁰. Las entidades que participan como miembros de la CRCC suscriben un contrato⁶¹ con la Cámara que contiene la siguiente declaración:

⁵⁹ Proceso No. 01-2007-3. Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores 2006-2009. Biblioteca Jurídica Dike. 2010. Tomo I. Pág. 494

⁶⁰ Aplicables a todos en virtud del artículo 2.1.26 del Reglamento de Funcionamiento de la CRCC

⁶¹ Esta condición es común al contrato celebrado entre la CRCC y los miembros liquidadores generales, los miembros liquidadores individuales y los miembros no liquidadores.

Declara que los derechos y obligaciones derivados de las Operaciones Aceptadas por la CRCC se entenderán automáticamente novados, con ocasión de la interposición de la CRCC como Contraparte, surgiendo nuevos derechos y obligaciones de y frente a ésta y extinguiéndose los que hasta ese momento existieran entre quienes hubieran celebrado la operación en su origen⁶².

En el caso de un tercero, éste deberá suscribir una oferta de servicios donde se establece que un miembro de la CRCC actuara por su cuenta, y declara expresamente que: “Acepta que las Operaciones Aceptadas por la CRCC y que realice el miembro por cuenta del tercero, se entenderán automáticamente novadas por la CRCC con ocasión de su interposición como contraparte, en los términos y con el alcance previsto en el Reglamento”⁶³.

En relación con los derivados estandarizados, la CRCC ha suscrito acuerdos con los sistemas de negociación para la aceptación de las operaciones allí transadas⁶⁴. Los sistemas de negociación, como la BVC, donde se transan contratos derivados de Futuros transmitirán a la CRCC en tiempo real y en el orden en que sean calzadas las operaciones allí celebradas. Dichas operaciones serán aceptadas por la cámara para la liquidación y compensación como contraparte. Quienes transan operaciones de Derivados Financieros a través de sistemas como la BVC, expresan su voluntad de novar a través del contrato marco para la celebración compensación y liquidación de operaciones que suscriben con el comisionista de bolsa.

A través de los diferentes convenios y acuerdos celebrados entre las partes intervinientes en las operaciones susceptibles de ser aceptadas por la CRCC, las contrapartes de las mismas acuerda la realización de la novación para efectos de

⁶² Oferta de servicios de la Cámara en relación con la afiliación al sistema de compensación y liquidación. Anexo 15 de la Circular Única de la CRCC.

⁶³ Oferta de servicios para que un miembro participe por cuenta de un tercero ante la cámara de riesgo central de contraparte. Anexo 20 de la Circular Única de la CRCC.

⁶⁴ Artículo 3.1.1 de la Circular Única de la CRCC.

que la CRCC lleve a cabo la liquidación y la compensación de estas operaciones. En este orden de ideas, con la novación se presenta el surgimiento de un nuevo contrato, en el cual se da un cambio en un elemento estructural del contrato original celebrado en los sistemas transaccionales.

Con esto Podría considerarse que lo aquí se presenta es una cesión de crédito, en la cual el acreedor transmite su crédito a un tercero (CRCC), sin necesidad de contar con el visto bueno de su deudor. Simplemente, con posterioridad a la cesión, se le notifica el deudor el cambio de acreedor, con lo cual se busca que el deudor sepa que debe pagar al nuevo acreedor. La diferencia entre la novación y la cesión de crédito, está en que la “novación por cambio de acreedor requiere del consentimiento del deudor, por lo cual sobra la notificación a este prescrita en la cesión de créditos para que produzca efectos respecto dicho deudor y de terceros”⁶⁵. En el caso particular de la CRCC no es posible hablar de una cesión de crédito en la medida que la interposición de la entidad cuenta con el consentimiento de las contrapartes de la operación, quienes a través de los anteriormente mencionados convenios y acuerdos, manifiestan su intención de novar y en consecuencia autorizan la interposición de la CRCC como sujeto activo y pasivo de la operación.

Adicionalmente, la cesión de crédito tiene como efecto la transferencia al cesionario del crédito con todos sus accesorios (garantías, intereses, acciones), en la cesión no hay ni una extinción ni el nacimiento de obligaciones, pues se trata de una simple transferencia de un crédito. La diferencia fundamental entre la cesión y la novación, es que en esta última se extingue la totalidad del vínculo primitivo y da lugar al nacimiento de un crédito nuevo, que, como tal, está desprovisto de esos elementos inherentes o accesorios al crédito originario, a menos que las partes convengas a reservarlos para el crédito nuevo.

⁶⁵ OSPINA, Op. Cit., p. 406.

Teniendo en cuenta lo anterior, con la figura de la novación, se encontrarían en riesgo de extinguirse las garantías que soportan el cumplimiento las operaciones transadas, teniendo que éstas son elementos accesorios de la obligación creada en virtud del contrato de derivado. Frente a esta situación el Reglamento de funcionamiento de la CRCC dispone que:

Las Garantías constituidas a favor de la Cámara, bien sea por los Miembros o por los Terceros, no se verán afectadas por la novación antes referida, todas las cuales se mantendrán vigentes y quienes las constituyeron convienen en su reserva a favor de la Cámara por la sola emisión de la Orden de Compra de Servicios⁶⁶.

3.2 LA EJECUCIÓN DE GARANTÍAS

El sistema de garantías es lo que hace posible que la CRCC se interponga, las garantías son las encargadas de mitigar el posible incumplimiento de las partes involucradas y por tanto la Cámara debe tener certeza de que las mismas son efectivamente ejecutables.

Todos, miembros y terceros que liquidan y compensan en la CRCC, deben otorgar unas garantías⁶⁷ que sirvan como respaldo ante un eventual incumplimiento. Dichas garantías podrán ser: moneda legal o divisas en efectivo, los títulos de deuda pública de la Nación que se encuentren en DECEVAL, las acciones que pertenezcan a un índice bursátil o que sean subyacente de un derivado, los títulos de renta fija estandarizados cuya calificación sea igual o superior a A (A sencilla) y a falta de ésta, el emisor deberá contar con una calificación igual o superior a la anterior, o las siguientes Salvaguardas Financieras: garantía bancaria, carta o línea de crédito stand by, préstamo de límites⁶⁸.

⁶⁶ Artículo 2.3.2 del Reglamento de Funcionamiento de la CRCC

⁶⁷ Artículo 2.7.1 del Reglamento de Funcionamiento de la CRCC.

⁶⁸ Artículo 2.7.2 del Reglamento de Funcionamiento de la CRCC.

Según el Reglamento se entiende que:

(...) las Garantías que deban constituirse, incluidas las de los Terceros no Identificados a favor del Miembro respectivo, están afectas al cumplimiento de las Operaciones Aceptadas, así como a la compensación y liquidación de las mismas y se otorgan irrevocablemente como fuente de pago de las obligaciones adquiridas. Esta disposición del reglamento, que de igual manera se extiende a los contratos suscritos entre los Miembros y la CRCC, autoriza a la Cámara a tomar las garantías entregadas a su favor sin necesidad de ningún procedimiento judicial previo.

En consecuencia, la Cámara y los Miembros en relación con los Terceros no Identificados, están expresa e irrevocablemente facultados para realizarlas o liquidarlas en cualquier tiempo y frente al simple Incumplimiento de cualquiera de las obligaciones garantizadas, sin que haya lugar a trámite o requerimiento judicial o extrajudicial alguno respecto del constituyente y sin que se requiera autorización por parte de éste⁶⁹.

En principio, esto va en contravía del artículo 1203 del Código de Comercio que establece que “toda estipulación que, directa o indirectamente, en forma ostensible u oculta, tienda a permitir que el acreedor disponga de la prenda o se la apropie por medios distintos de los previstos en la ley, no producirá efecto alguno”. La tradición jurídica colombiana se ha decantado por defender el debido proceso y el derecho a la defensa del deudor prendario, que ante una acusación de incumplimiento deberá exponer sus razones ante un juez, para que este decida si el acreedor tiene derecho a ejecutar⁷⁰ las garantías otorgadas.

Para el caso puntual de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte, en desarrollo del principio de la protección de las garantías, el artículo 11 de la Ley 964 de 2005 deja sin efectos, para este caso, las normas del Código Civil y del

⁶⁹ Artículo 2.7.13 del Reglamento de Funcionamiento de la CRCC.

⁷⁰ Código Civil de Colombia. Artículo 2422. Efectos de la mora en la prenda. El acreedor prendario tendrá derecho de pedir que la prenda del deudor moroso se venda en pública subasta, para que con el producido se le pague; o que, a falta de postura admisible, sea apreciada por peritos y se le adjudique en pago, hasta concurrencia de su crédito; sin que valga estipulación alguna en contrario, y sin perjuicio de su derecho para perseguir la obligación principal por otros medios. Tampoco podrá estipularse que el acreedor tenga la facultad de disponer de la prenda, o de apropiársela por otros medios que los aquí señalados.

Código de Comercio. Esto tomando el criterio de interpretación legal que dicta que la norma especial prima sobre la norma general.

Sin embargo, la legislación colombiana en los últimos años ha tomado un giro, permitiendo en ciertos casos, procedimientos diferentes al judicial para hacer efectiva la garantía. La figura de la fiducia en garantía⁷¹ es uno de estos casos, ya que el deudor renuncia tácitamente al derecho de ser ejecutado por un juez. El endoso en garantía autorizado por el código de Comercio en el artículo 659 también es una excepción a esta regla ya que otorga al acreedor prendario las facultades que confiere el endoso en procuración, permitiendo un cobro extrajudicial.

Finalmente, la Ley 1676 de 2013 de Garantías Mobiliarias establece que “el acreedor podrá satisfacer su crédito directamente con los bienes dados en garantía por el valor del avalúo [...], cuando así se haya pactado por mutuo acuerdo o cuando el acreedor garantizado sea tenedor del bien dado en garantía”⁷². Esta ley, deroga el artículo 1203 del Código de Comercio y todos los artículos concordantes, y el inciso segundo del artículo 2422 del Código Civil.

La nueva ley de garantías, respalda entonces el procedimiento adoptado por la CRCC, que en todo caso facilita la imputación de las garantías entregadas por la parte incumplida al pago de las obligaciones que están a su cargo.

⁷¹ RENGIFO, Ramiro. La fiducia. Segunda Edición. Medellín: Fondo Editorial Universidad EAFIT. 2001. p. 398.

⁷² Artículo 60 de la ley 1676 de 2013

4. CONCLUSIONES

La ley 964 de 2005 regula el mercado de valores en Colombia, allí se define como una actividad de este mercado la compensación y liquidación de valores, la cual, de conformidad con esta ley puede ser desarrollada por la CRCC, entidad creada con dicho propósito de compensar y liquidar las posiciones compradoras y vendedoras de operaciones financieras, donde se generan obligaciones y derechos entre las partes involucradas. La tarea de la CRCC es garantizar los pagos (liquidación) de dichas obligaciones y derechos, cuyo arreglo institucional está diseñado para respaldarlos a través de la existencia de garantías manejadas de forma centralizada⁷³.

El decreto 2555 de 2010 establece en su artículo 11.2.1.6.4 la calidad de proveedor de infraestructura a las Cámaras de Riesgo Central de Contraparte, con ello se reconoce la presencia de esta entidad como determinante en el mercado financiero, pues el objeto de la CRCC es facilitar las transacciones en el mercado de valores.

Desde su entrada en operación en el 2008, la CRCC ha jugado un papel determinante en el desarrollo del mercado de capitales en Colombia, permitiendo así la minimización del riesgo de contraparte y liquidez en las operaciones con derivados. Además de esto, la CRCC logró dinamizar los procesos operativos de compensación y pagos, reducir los costos de transacción, generar mayor liquidez al mercado al facilitar el pago de las operaciones.

La existencia de la CRCC y su funcionamiento como contraparte central en las operaciones trae como consecuencia la generación de confianza en el mercado, lo cual incentiva una mayor participación en las operaciones sobre derivados que se

⁷³ CLAVIJO, Op. Cit.

negocian en los sistemas transaccionales y en el mercado mostrador. Esto, toda vez que los participantes del mercado no se tienen que preocupar por la solvencia o solidez de las contrapartes, pues saben que la Cámara asumirá el cumplimiento de sus operaciones, el cual está respaldado a través del sistema de garantías y anillos de seguridad dispuestos para los escenarios de incumplimiento.

En Colombia el sistema de compensación y liquidación administrado por la CRCC se estructura a partir de la novación, figura que en efecto se configura a través del animus novandi expresado por todos los participantes en los acuerdos y convenios suscritos entre ellos. De esta manera, se permite que la CRCC opere de forma centralizada, actuando como comprador de todo vendedor y vendedor de todo comprador en las operaciones en las que se interpone, generando así la extinción del contrato entre las partes, y que únicamente exista un vínculo jurídico con la CRCC. Así pues, la CRCC funge como acreedor y deudor recíproco de las obligaciones y derechos que se generan. Ello implica una condición de respaldo irrevocable frente a las partes allí involucradas, con responsabilidad jurídica directa de la CRCC ante las partes.

BIBLIOGRAFÍA

ARRUBLA PAUCAR, Jaime A. Contratos Mercantiles. Tomo I. Novena Edición. Bogotá: Biblioteca Jurídica Dike. 2002.

BANCO DE LA REPUBLICA. Reporte de Sistemas de Pago [en línea]. 2010. Recuperado el 21 de marzo de 2014 de: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/Rep_Sistemas_pago.pdf.

CÁMARA DE RIESGO CENTRAL DE CONTRAPARTE DE COLOMBIA. Circular única y Reglamento de funcionamiento.

CASTELLANOS, Daniel; LIZARAZO, Ana Milena y VILLAMIL, Jairo Andrés. Los sistemas de compensación y liquidación: mitigantes de riesgos individuales, pero generadores de riesgo sistémico. En: Revista Semana Económica. Asobancaria. No. 839, 2012.

CLAVIJO, Sergio. El papel de las Cámaras de Riesgo de Contraparte [en línea]. Contraparte. 2013. Recuperado el 21 de marzo de 2014 de: http://anif.co/sites/default/files/uploads/Contraparte1-13_0.pdf.

COMISIÓN TÉCNICA DE LA ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES. Principios para las infraestructuras del mercado financiero. 2011. Recuperado el 21 de marzo de 2014 de: http://www.bis.org/publ/cpss94_es.pdf

CÓRDOBA, Juan Pablo; VALDERRAMA, Ángela; LÓPEZ, Mauricio y TRUJILLO, Diego. Un nuevo mercado de derivados estandarizados en Colombia. En: Carta Financiera, No. 141, enero - marzo de 2008.

FRANDIQUE MÉNDEZ, Carlos. Guía del Mercado de Valores [en línea]. 2008. Bolsa de Valores de Colombia. Recuperado el 21 de marzo de 2014 de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos%20y%20Presentaciones?action=dummy>

FRANDIQUE MÉNDEZ, Carlos. Guía del Mercado de Valores [en línea]. 2014. Bolsa de Valores de Colombia. Recuperado el 21 de marzo de 2014 de: <http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Empresas/Documentos%20y%20Presentaciones?action=dummy>

GÓMEZ SANTOS, Mauricio; TORRES, Diego Mauricio y ROBAYO MORENO, Adriana. Análisis del Impacto Financiero de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte sobre el Mercado de Derivados en Colombia. Trabajo de Investigación. Universidad de la Sabana. Especialización en Finanzas y Negocios Internacionales. 2010.

GRUPO DE LOS 20. Compensación y liquidación global, Un plan de acción. Enero de 2003.

GUADAMILLAS MUÑOZ, Mario. Sistemas de compensación y liquidación de pagos y valores. En: Revista de economía: Información Comercial Española (ICE). No. 801. 2002.

LAZEN, Vicente y MARTÍNEZ RESANO, José Ramón. El Proceso de Compensación y Liquidación de Valores. En: Estudio sobre los sistemas de

registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica. Madrid: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores. 2012.

MENDOZA ÁLVAREZ, Mateo. Contratos derivados: apuntes jurídicos para el desarrollo de un mercado en Colombia. En: Revista de Derecho Privado de la Universidad de los Andes. Vol. 35. 2005.

OSPINA FERNÁNDEZ, Guillermo y OSPINA ACOSTA, Eduardo. Teoría General del Contrato y del Negocio Jurídico. Séptima Edición. Bogotá: Temis. 2005.

OSPINA FERNÁNDEZ, Guillermo. Régimen General de las Obligaciones. Octava Edición. Bogotá: Temis. 2008.

RENGIFO, Ramiro. La fiducia. Segunda Edición. Medellín: Fondo Editorial Universidad EAFIT. 2001.

RENGIFO, Ramiro. Títulos Valores. Tercera Edición. Medellín: Señal Editora. 2010

RODRIGUEZ GREZ, Pablo. Extinción convencional de las obligaciones. Vol. I. Santiago: Editorial jurídica de Chile. 2006.

TAMAYO LOMBANA, Alberto. Manual de Obligaciones. 2003. Bogotá: Temis. 2003.

TREVIÑO GARCÍA, Ricardo. Teoría General de las Obligaciones. México: McGraw Hill. 2007

USTARIZ GONZÁLEZ, Luis Humberto. Guía Directivo General para la certificación de los profesionales del Mercado de Valores ante la AMV.2012. Bogotá: Ustariz & Abogados Estudio Jurídico. 2012.

VELÁSQUEZ GÓMEZ, Hernán Darío. Estudio sobre Obligaciones. Bogotá: Temis. 2010.

Normas Jurídicas

Circular Básica Contable y Financiera de la Superintendencia Financiera de Colombia. Circular Externa 100 de 1995.

Código Civil de Colombia

Decreto 2555 de 2010

Ley 964 de 2005

Ley 1676 de 2013

Páginas web

<http://www.camaraderiesgo.com/>

<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc>

<https://www.superfinanciera.gov.co/jsp/index.jsf>

<http://www.banrep.gov.co/>

<http://anif.co/>

<http://www.iosco.org/>

<http://www.sec.gov/>