

El concepto de finalidad y su aplicación mediante un ejemplo internacional

Las operaciones realizadas en los mercados financieros se componen de una serie de procesos o etapas que en su conjunto constituyen el ciclo de su vida. En particular, estas inician con la instrucción u orden de compra (venta) y finalizan con el recibo (entrega) del activo negociado. Generalmente, en los mercados financieros es posible identificar tres grandes macroprocesos asociados: negociación, compensación y liquidación (Diagrama A).

Estos procesos se ejecutan en las entidades que prestan servicios centralizados a los participantes del mercado con el fin de que estos últimos puedan cumplir con los compromisos derivados de las operaciones realizadas. En los procesos de negociación se destacan las bolsas de valores y las plataformas transaccionales, mientras que en los procesos de compensación y liquidación se encuentran los sistemas de pago, los depósitos de valores, las cámaras de compensación y las entidades de contrapartida central. En su conjunto, las entidades encargadas de la compensación y liquidación reciben el nombre de infraestructuras del mercado financiero (IMF).

La negociación es el foro, recinto o plataforma donde los participantes de un mercado acuden en igualdad de condiciones para manifestar, mediante órdenes,

sus intenciones de compra o venta de activos financieros. La compensación consiste en la definición y posterior cálculo de las obligaciones de cada uno de los participantes, ya sea de forma bruta o neta. En el caso de la compensación bruta, las múltiples obligaciones generadas entre comprador y vendedor, como consecuencia del proceso de negociación, se calculan una a una, mientras que en la compensación neta se calculan obligaciones recíprocas de todos los participantes.

La liquidación es la etapa final de una operación, en la que el vendedor transfiere los valores o instrumentos financieros al comprador y el comprador transfiere el dinero al vendedor. En el mercado de valores este proceso se perfecciona con el registro (anotación en cuenta) en el depósito de valores con el cambio de titularidad de los activos financieros y la transferencia efectiva de dinero en el sistema de pagos de alto valor.

El normal y seguro funcionamiento de los procesos de compensación y liquidación de las operaciones de los mercados financieros se fundamenta en la relación de confianza entre los participantes del mercado y las IMF involucradas. Esta confianza, generada entre las partes involucradas en la operación, se extiende hasta

Diagrama A
Ciclo de vida de las operaciones realizadas en los mercados financieros



Fuente: Banco de la República (CUD).

la poscontratación; es decir, a la confianza que los agentes del mercado tienen en las IMF para que estas lleven a término la liquidación de las operaciones pactadas.

Con el fin de generar esa confianza, los sistemas de compensación y liquidación¹ cuentan con diversas herramientas que permiten la gestión de riesgos. En el campo legal existe una herramienta conocida como el principio de *finalidad*, el cual busca proteger las operaciones frente a decisiones judiciales tomadas en el ejercicio de procedimientos de insolvencia de entidades participantes en el sistema, ya que estas suponen un riesgo, no solo para el procesamiento de las órdenes de transferencia de activos financieros y efectivo sino también para la certidumbre última de su eventual ejecución².

Para ilustrar la aplicación del principio de finalidad en el ámbito internacional, a continuación se presenta como ejemplo el tratamiento que España, como parte de la Unión Europea, realiza sobre el tema. Como antecedente normativo es relevante recordar la Directiva 98/26 del Parlamento Europeo y del Consejo de la Unión Europea, la cual establece que las legislaciones de los Estados miembro deben tener en cuenta las siguientes consideraciones para establecer las reglas de funcionamiento de los sistemas de compensación y liquidación:

1 Se entiende que un sistema de compensación y liquidación es una IMF.

2 Con base en el libro *Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica*, editado por el Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV), capítulo 3, "La firmeza de la liquidación", p. 150.

1) minimizar la perturbación de un sistema debido a los procedimientos de insolvencia contra un participante en dicho sistema; 2) reducir el riesgo sistémico, lo cual requiere, sobre todo, la firmeza de la liquidación y la exigibilidad jurídica de las garantías; 3) impedir que las órdenes de transferencia puedan ser revocadas a partir de un momento determinado por las normas del sistema, y 4) que el procedimiento de insolvencia no tenga efecto retroactivo sobre los derechos y obligaciones de los participantes en un sistema.

A la luz de estas consideraciones dicha directiva estableció los siguientes lineamientos: 1) las órdenes de transferencia y la compensación serán legalmente exigibles y serán vinculantes con respecto a terceros, aun en el caso en que se inicie un procedimiento de insolvencia en cuanto a un participante, siempre que las órdenes de transferencia se hayan *cursado* al sistema antes del momento de la incoación de un procedimiento de insolvencia, 2) las órdenes de transferencia no podrán ser revocadas por un participante en el sistema ni por terceros a partir del momento determinado por las normas de dicho sistema, y 3) los procedimientos de insolvencia no tendrán efectos retroactivos sobre aquellos derechos y obligaciones de un participante que se deriven de su participación en un sistema o que tengan relación con el mismo antes del momento de incoación de tales procedimientos.

Acorde con la Directiva 98/26, en el artículo 11 de la Ley 41 de 1999 sobre sistemas de pagos y liquidación de valores en España estableció lo siguiente sobre la firmeza de las órdenes de transferencia:

- 1) Las órdenes de transferencia cursadas a un sistema por sus participantes, una vez recibidas y aceptadas de acuerdo con las normas de funcionamiento del sistema, la compensación que, en su caso, tenga lugar entre ellas, las obligaciones resultantes de dicha compensación, y las que tengan por objeto liquidar cualesquiera otros compromisos previstos por el sistema para asegurar el buen fin de las órdenes de transferencia aceptadas o de la compensación realizada, serán firmes, vinculantes y legalmente exigibles para el participante obligado a su cumplimiento y oponibles frente a terceros, no pudiendo ser impugnadas o anuladas por ninguna causa.
- 2) Las órdenes de transferencia cursadas a un sistema por sus participantes no podrán ser revocadas por los participantes o por terceros a partir del momento determinado por las normas de funcionamiento del sistema.
- 3) Cada sistema determinará en sus propias normas los momentos de irrevocabilidad y firmeza de las órdenes de transferencia.

Teniendo en cuenta las normas descritas, resulta relevante conocer cómo estas se adoptan al reglamento de operación de los sistemas. Por ejemplo, el depósito central de valores español Iberclear, desde septiembre de 2017 liquida sus operaciones en Tar-

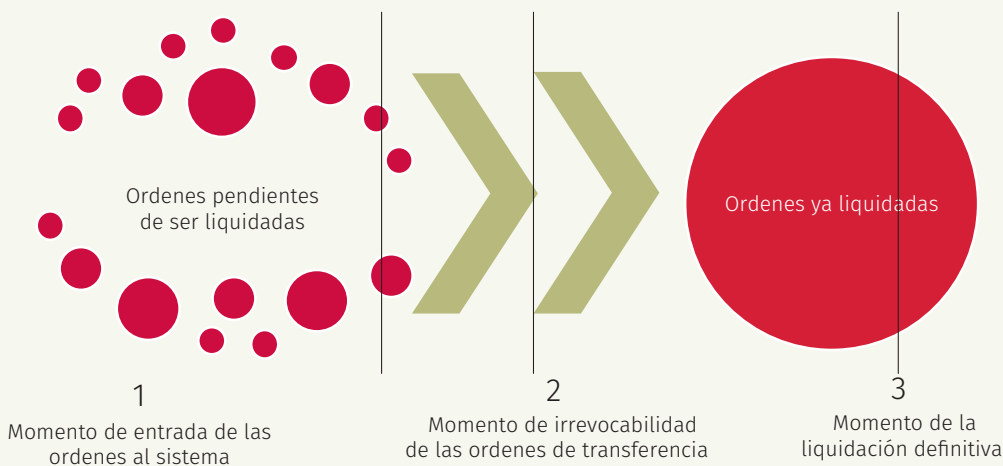
get2- Securities (T2S), la cual es una plataforma centralizada para la liquidación de valores del Eurosistema. Veintiún depósitos de valores europeos liquidan sus operaciones en dicha plataforma y el extremo de efectivo de las operaciones en euros se liquidan en las cuentas de efectivo de los bancos centrales, los cuales también se encuentran dentro de esta plataforma.

Es así como los depósitos de valores y los bancos centrales pertenecientes a T2S han firmado un acuerdo para establecer los mismos momentos de entrada, irrevocabilidad y firmeza en sus operaciones, el cual fue incorporado en los reglamentos de operación de cada depósito.

T2S define tres momentos de la finalidad en la liquidación (Diagrama B):

- 1) el momento de entrada de la orden de transferencia al sistema, posterior a sus validaciones de información, momento a partir del cual dicha orden está protegida contra procesos de insolvencia,
- 2) el momento de irrevocabilidad de una orden de transferencia (diferente al momento de la transferencia en sí misma), que se alcanza al realizar el calce de las órdenes de las contrapartes involucradas en la operación, momento a partir del cual se prohíben las cancelaciones unilaterales, y

Diagrama B
Sistemas de compensación y liquidación



Fuente: Banco de la República (CUD).

- 3) el momento cuando la liquidación (movimientos de títulos y dinero) es irrevocable y no existe lugar a realizar retroactividad de las operaciones³.

De acuerdo con lo anterior, en su artículo 31 el reglamento de Iberclear estableció que las órdenes de transferencia cursadas se considerarán recibidas y aceptadas en el momento en que el soporte técnico T2S declare que reúnen los requisitos de validación⁴; es decir, que a partir de ahí serán protegidas ante procesos de insolvencia. Igualmente, dentro la definición se incluye el momento de prohibición unilateral de irrevocabilidad de órdenes de transferencia.

Por último el reglamento en mención define el momento de la *liquidación definitiva*; es decir, cuando se realiza el intercambio entre las contrapartes de los valores y el efectivo, de acuerdo con el artículo 35⁵.

El desarrollo normativo de la Unión Europea sobre los sistemas de pagos y liquidación de valores nos permite conocer cómo, en la práctica, los depósitos de valores que hacen parte del Eurosistema y participan en T2S tienen definida la protección de una orden de transferencia y de una operación liquidada ante procesos de insolvencia. Como se describió, el

principio de finalidad en la liquidación es aplicado a las órdenes de transferencia pendientes de cumplirse, desde el momento en que estas entran al sistema y se realiza la validación de información, así como también a las operaciones ya liquidadas de forma definitiva.

Al establecer así tres momentos de finalidad de forma diferenciada, los depósitos de valores pertenecientes a los países que hacen parte de la Unión Europea, logran una protección jurídica ante procedimientos de insolvencia, ya que las órdenes de transferencia que se encuentren pendientes de cumplirse al momento de la intervención deben seguir su curso de compensación y liquidación de acuerdo con los procedimientos del respectivo depósito, y las operaciones ya liquidadas no podrán tener efectos retroactivos.

Referencias

- T2S Advisory Group. 31 de enero de 2017. Seventh T2S Harmonisation.
- Target2-Securities. 20 de febrero de 2017. "User Detailed Functional Specifications".
- Parlamento Europeo y Consejo de la Unión Europea, Directiva 98/26.
- Reino de España (1999) Ley 41: sobre sistemas de pagos y liquidación de valores en España.
- Instituto Iberoamericano de Mercados de Valores (IIMV). Estudio sobre los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores en Iberoamérica. 2012.

3 "Seventh T2S Harmonization progress Report T2S Advisory Group", 31 de enero de 2017. Target2-Securities. "User Detailed Functional Specifications", 20 de febrero de 2017.

4 Esta validación hace referencia al cumplimiento de requisitos de información para determinar si la orden de transferencia es correcta.

5 Banco de España, Departamento de Sistemas de Pago, Unidad de Sistemas de Liquidación de Valores, enero de 2018.