

Sombreado 2: Cambios normativos en la aplicación del principio de finalidad

En este resaltado se presenta una definición formal del principio de finalidad, y se detalla su aplicación en los mercados internacionales y en el mercado local. El presente sombreado es la continuación de una publicación sobre el tema realizada en 2018¹, e incluye las actualizaciones normativas en Colombia como resultado de la modificación del principio.

La finalidad se enmarca en el contexto de la definición del ciclo de vida de una operación, el cual inicia con la negociación (instrucción u orden de compra o venta), continúa con la compensación (cálculo de las obligaciones de cada uno de los participantes) y finaliza con la liquidación (recibo o entrega del activo negociado).

Concretamente, este ciclo empieza con la negociación o registro de títulos en las bolsas de valores y en las plataformas transaccionales² y luego continúa en las infraestructuras del mercado financiero (IMF): la compensación y liquidación (posnegociación) en los sistemas de pago, los depósitos de valores, las cámaras de compensación y las entidades de contrapartida central (Diagrama A).

Específicamente, con el fin de garantizar el normal y seguro funcionamiento de los procesos de posnegociación de las operaciones, las IMF cuentan con diversas herramientas para gestionar riesgos; entre ellas el principio de finalidad o firmeza, que

Diagrama A
Ciclo de las operaciones e infraestructuras financieras



Fuente: Banco de la República.

- 1 Véase el resaltado “El concepto de finalidad y su aplicación mediante un ejemplo internacional”, del *Reporte de Sistemas de Pago* de 2018.
- 2 Se hace referencia a sistemas autorizados por la Superintendencia financiera de Colombia que ofrecen a sus participantes negociación de valores y registro de operaciones.

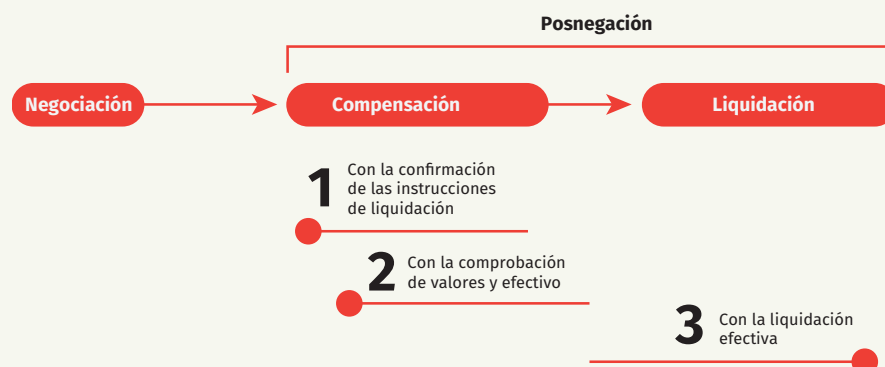
busca definir el momento a partir del cual las órdenes de transferencia de valores y de efectivo no podrán ser revocadas.

Esta herramienta representa una protección para las órdenes de compra y venta de valores desde el momento en que son consideradas firmes hasta su liquidación. Al utilizarla, en caso de que se inicie una medida judicial o administrativa sobre un participante, no se perjudicará ni impedirá el cumplimiento de las operaciones de este participante pendientes en el sistema.

El principio de finalidad brinda una base legal para proteger las operaciones (i. e.: las derivadas de decisiones judiciales en contra de un participante) y mitigar el riesgo sistémico: revocar operaciones de un participante entre el inicio y el final de la posnegociación podría representar riesgos significativos de crédito y de liquidez tanto para los participantes como para la IMF y tendría consecuencias perjudiciales para los mercados a los que la infraestructura presta sus servicios y, por ende, para la economía en general³.

Existen varios momentos en la vida de una operación para fijar la finalidad: 1) cuando las instrucciones de liquidación se reciban de la negociación y se realice su confirmación, 2) cuando se inicie su compensación o la liquidación (se compruebe suficiencia de valores y efectivo) o 3) cuando se realice su liquidación efectiva (cambio de titularidad de activos en el depósito de valores y transferencia de dinero en el sistema de pagos de alto valor) (Diagrama B).

Diagrama B
Momentos de aplicación del principio de finalidad



Fuente: Banco de la República.

En los mercados internacionales no existe una norma universal sobre el momento de aplicación del principio de finalidad durante el ciclo de posnegociación. En general, el momento de finalidad depende del funcionamiento de los mercados en cada jurisdicción, el ciclo de liquidación, los mecanismos de ahorro de liquidez de los sistemas, las normas de intervención y liquidación de entidades, entre otros factores.

Al revisar el proceso de posnegociación de títulos en los depósitos centrales de valores en algunos países, se encontró que es en la liquidación efectiva de la operación cuando se fija del principio de finalidad, lo cual responde en gran medida a la necesidad de las jurisdicciones de tener un momento de irrevocabilidad de operaciones intradía en el sistema (sin otra protección legal). Sin embargo, si la finalidad se fija en el momento de la liquidación efectiva, el beneficio de protección será reducido en tanto las órdenes son

3 Véase "Principio 8: firmeza en la liquidación", en CPSS-Iosco (2012). *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, abril.

irrevocables solo hasta su completa liquidación, dejando operaciones ingresadas al sistema pendientes de liquidar con posible afectación de decisiones judiciales.

Por ejemplo, si una entidad participante en el sistema de compensación y liquidación entra en toma de posesión para ser liquidada, estará sujeta a las decisiones de un agente liquidador, el cual podría decidir no atender las obligaciones de la entidad pendientes por cumplir en el sistema. Esto podría generar una cascada de incumplimientos de las operaciones de las demás entidades participantes y generaría, en consecuencia (como se mencionó), un riesgo sistémico.

Se puede concluir, entonces, que el momento de finalidad que ofrece la mayor protección contra el riesgo sistémico es el de la confirmación de las instrucciones de liquidación de las operaciones que se reciben de los sistemas de negociación.

En Colombia el principio de finalidad está normado en la ley de valores (Ley 964 de 2005) y en el decreto único financiero (Decreto 2555 de 2010). El artículo 10 de la ley indica que las operaciones sobre valores serán finales (firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros) a partir de la aceptación en los sistemas de compensación y liquidación. Aclara, además, que en una operación aceptada los títulos valores y los fondos respectivos involucrados no podrán ser objeto de medidas judiciales o administrativas que busquen prohibir, suspender o de cualquier forma limitar los pagos que deban realizarse en el sistema. De esta forma en Colombia se considera la aceptación en los sistemas de compensación y liquidación como el momento a partir del cual una operación se encuentra protegida bajo el principio de finalidad.

El decreto único financiero, en este sentido, definió inicialmente⁴ que una operación se entendía aceptada luego de haber cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos en el reglamento del sistema de compensación y liquidación. Diferenció además el momento de aceptación en sistemas de liquidación bruta y neta. Para los primeros, la aceptación se daba luego de verificar la existencia de saldos y de efectuar los respectivos asientos contables (hasta la liquidación). Para los sistemas de liquidación neta, el momento de la aceptación se daba luego de verificación de valores y efectivo (momento de finalidad anterior a la liquidación).

Es así como la aceptación después de la verificación de garantías y del cumplimiento de límites de operación (antes de la liquidación) fue establecida en el reglamento de la Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC).

El decreto mantuvo esta diferenciación entre sistemas de liquidación bruta y neta hasta el año 2021, cuando se eliminó mediante el Decreto 151, y se modificó el momento de aceptación de operaciones pasando de *“cuando hayan cumplido los requisitos y controles de riesgo establecidos en el reglamento del sistema”* a *“cuando hayan sido ingresadas al sistema y confirmadas por los participantes”*. Esta modificación en el momento de aceptación, según menciona igualmente el decreto, deberá ser incorporada en los reglamentos y manuales de operación de las infraestructuras (Diagrama C).

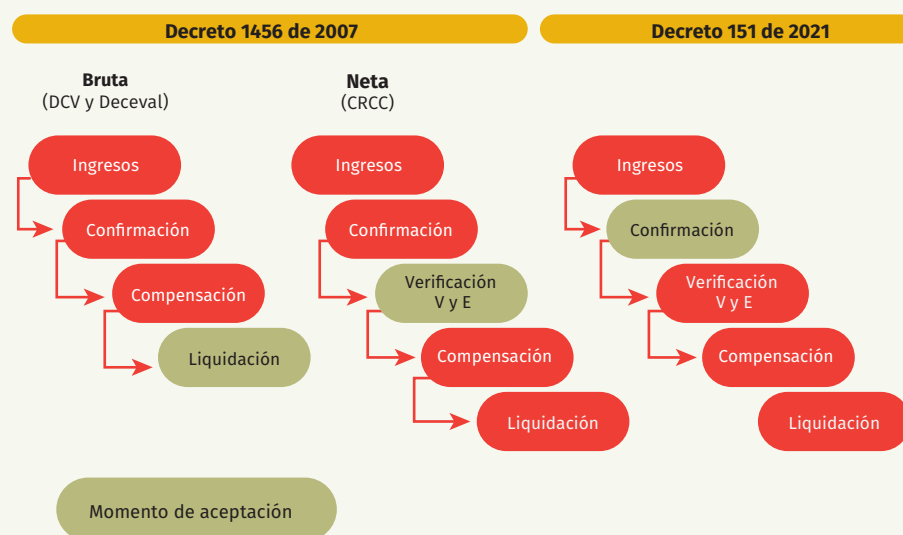
Este cambio representó un reconocimiento a la importancia de establecer el momento de la aceptación (firmeza) de las operaciones al comienzo del ciclo de posnegociación, minimizando la posibilidad de riesgo en la liquidación y recogiendo el propósito principal de las recomendaciones en materia de finalidad de los principios para las IMF: *“Uno de los riesgos clave a los que se enfrenta una IMF es el riesgo de liquidación, que consiste en el riesgo de que no se produzca una liquidación según lo previsto”* (véase CPSS-Iosco, 2012: op. cit.).

Es así como, según lo dispuesto en el Decreto 151 de 2021, corresponde ahora a los depósitos locales de valores (sistemas que emplean compensación y liquidación bruta) la modificación de sus reglamentos y a la Superintendencia Financiera de Colombia

⁴ Incorporando lo establecido en el Decreto 1456 de 2007.

la aceptación de estos, para mantener el espíritu del momento de la aceptación que señala la norma.

Diagrama C
Principio de finalidad en Colombia



Fuente: Banco de la República.