

DOCTRINA

La transferencia en garantía de instrumentos financieros a favor de un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros

*The title transfer collateral arrangement of financial instruments
in favour of a Securities Settlement System*

Guillermo Caballero Germain 

Universidad de Chile

RESUMEN La Ley 20.345/2009 permite a los participantes en un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros cumplir con la obligación de constituir cauciones por medio de garantías con cambio de titularidad sobre instrumentos financieros, figura desconocida en nuestro Código Civil y que se propone caracterizar como una titularidad fiduciaria. Adicionalmente, la referida garantía es irrevocable, forma un patrimonio de afectación y puede ser ejecutada extrajudicialmente. Todas estas características y la propia existencia de la garantía con cambio de titularidad tienen como finalidad última mitigar el riesgo sistémico connatural a los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros.

PALABRAS CLAVES Garantía con cambio de titularidad, sistemas de compensación y liquidación de valores, riesgo sistémico.

ABSTRACT Law 20345/2009 entitles participants of a Securities Settlement System to fulfill their obligations to provide collateral through a title transfer collateral arrangement over financial instruments, unknown under the Chilean Civil Code. It is proposed here to characterize this figure as a fiduciary ownership. In addition, this collateral is irreversible, it gives rise to an autonomous patrimony dedicated to a special purpose and can be executed extrajudicially. All of these features and the very existence of this title transfer collateral arrangement have the purpose of mitigating the systemic risk that is inherent to Securities Settlement Systems.

KEYWORDS Title transfer collateral arrangement, securities settlement system, systemic risk.

Introducción

La Ley 20.345/2009, sobre sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros (LSCLIF) permite a los participantes cumplir con la obligación de constituir garantías a fin de caucionar el cumplimiento de sus obligaciones utilizando «como garantía operaciones que se perfeccionen mediante la transferencia de la titularidad de activos» (artículo 26.III-IV LSCLIF).¹ De esta forma se reconoce la validez en el ámbito de los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros a la denominada «garantía con cambio de titularidad», dando al titular la facultad de ejecutarla extrajudicialmente, figura ajena a nuestro Código Civil.

En este trabajo nos ocuparemos del estudio de la «garantía con cambio de titularidad» sobre instrumentos financieros anotados en un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros bajo la tesis de tratarse de un régimen especial y exorbitante respecto a las reglas de derecho común, cuya justificación actual se encuentra en la mitigación del riesgo sistémico.²

El trabajo se divide en dos partes y una conclusión. La primera parte describe la noción y creciente relevancia de los sistemas de compensación y liquidación de valores en los mercados financieros internacionales, su labor en la mitigación del riesgo sistémico y la forma como esa figura se ha recepcionado en el ordenamiento nacional. La segunda parte se dedica al estudio dogmático de la transferencia en garantía con cambio de titularidad de valores anotados a favor de un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros en el ordenamiento nacional. Para finalizar, se ofrecen las conclusiones de este estudio.

Los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros y el riesgo sistémico

La creciente relevancia de las infraestructuras de poscontratación

Los estándares internacionales

Los sistemas de pagos de dinero y valores se suelen describir como «las cañerías del sistema financiero», metáfora que pone de manifiesto que son servicios esenciales

1. La garantía con cambio de titularidad no es la única forma en que los participantes pueden cumplir con la obligación de enterar garantías. También pueden hacerlo mediante una prenda sobre valores depositados en una empresa de depósito de valores (artículo 26.IV LSCLIF). Sin embargo, en la práctica, los participantes utilizan únicamente la prenda con cambio de titularidad, siguiendo en ello las prácticas internacionales (Keijser, 2006: 112) lo cual es otra buena razón para acometer su estudio.

2. En este trabajo utilizaremos los términos «valor» (artículo 3 Ley 18.045, sobre mercado de valores) e «instrumento financiero» (artículo 1.8 LSCLIF) como sinónimos, a pesar ser técnicamente distintos. Las garantías sobre dinero en efectivo quedan fuera del ámbito de este trabajo.

para el correcto funcionamiento del sistema financiero (Gómez-Sancha, 2006: 143; Löber, 2014: 248).

Con todo, esta constatación actualmente indiscutida tiene un origen cercano en el tiempo respecto de los sistemas de compensación y liquidación de valores. Desde principios del siglo XVIII, las bolsas de valores atrajeron la preocupación de las autoridades debido a la especulación y el daño producido a los inversores a consecuencia de estrepitosas caídas de precios (denominadas «burbujas») (Sánchez Andrés, 2008: 917). No ha sido hasta finales del siglo XX y a consecuencia de la creciente globalización de los mercados cuando las falencias y posibles soluciones a los problemas presentes en un sistema de poscontratación llamaron la atención de las autoridades internacionales y fueron expuestas en el Informe del Grupo de los Treinta, elaborado en el año 1988, con el fin de incrementar la eficiencia y mitigar los riesgos y costos asociados a los sistemas de compensación y liquidación de valores.³ Las recomendaciones del Grupo de los Treinta dieron inicio a una abundante literatura, dentro de la cual revisten particular importancia aquellas elaboradas por el Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS) y la International Organization of Securities Commissions (IOSCO): Core principles for systemically important payment systems (2001);⁴ Recommendations for securities settlement system (2001);⁵ Recommendations for central counterparties (2004);⁶ Principles for financial market infrastructures: disclosure framework and assessment methodology (2012);⁷ y el Disclosure framework for financial market infrastructures (2012).⁸ Estos últimos dos documentos constituyen los actuales estándares internacionales en materia de las denominadas «infraestructuras de mercado» (como, por ejemplo, cámaras de compensación, entidades de contrapartida central, depósitos centrales de valores).⁹ En ellos el acento se

3. «Clearance and Settlement Systems in the World's Securities Markets», Group of Thirty, 1988, disponible en <https://bit.ly/2IaiqdG>.

4. Committee on Payment and Settlement Systems, 2001. A estos pueden sumarse los informes emitidos por el denominado «Grupo Giovannini»: Giovannini I Report, 2001 y Giovannini II Report, 2003.

5. Committee on Payment and Settlement Systems e International Organization of Securities Commissions, Bank for International Settlements, «Recommendations for securities settlement system», 12 de noviembre de 2001, disponible en <https://bit.ly/2wDHNiJ>.

6. Committee on Payment and Settlement Systems e International Organization of Securities Commissions, Bank for International Settlements, «Recommendations for central counterparties», 23 de noviembre de 2004, disponible en <https://bit.ly/2MjQxoO>.

7. Committee on Payment and Settlement Systems e International Organization of Securities Commissions, Bank for International Settlements, «Principles for financial market infrastructures: disclosure framework and assessment methodology», 14 de diciembre de 2012, disponible en <https://bit.ly/2HNCqnr>.

8. Committee on Payment and Settlement Systems e International Organization of Securities Commissions, Bank for International Settlements, «Disclosure framework for financial market infrastructures», 15 de junio de 2012, disponible en <https://bit.ly/2ELVrod>.

9. Sobre su recepción en nuestro ordenamiento, *infra* I.2.1.

desplaza desde la visión tradicional centrada en el funcionamiento del sistema y la reducción de riesgos a la interoperabilidad (interna e internacional) entre las infraestructuras de mercado (Löber, 2014: 255).

Las fases de una operación bursátil

Usualmente se entiende que una operación bursátil, por ejemplo, una compraventa de acciones cotizadas, tiene lugar exclusivamente en una bolsa de valores. Sin embargo, si bien la fase de negociación es la más conocida, a ella sigue otra, menos visible, de poscontratación, de igual relevancia para el buen fin de una operación bursátil.

La fase de poscontratación comprende la compensación, liquidación y el registro y custodia de valores, cuyos rasgos básicos serán descritos a continuación.

a) *La compensación de valores.* El término compensación describe el «proceso mediante el cual se calculan las obligaciones mutuas de los participantes, generalmente en términos netos, para el intercambio de valores y efectivo».¹⁰ El ente a cargo de realizar esta operación suele ser una cámara de compensación (*clearing house*): «una entidad central o mecanismo centralizado por medio del cual las instituciones financieras acuerdan intercambiarse instrucciones de pago u otras obligaciones financieras (vgr. valores)».¹¹ Una cámara de compensación calcula el monto de los créditos y deudas que corresponde a cada participante de acuerdo con la información recibida del centro de contratación. Ese cálculo puede realizarse en base bruta (operación-por-operación) o en base neta (compensando las obligaciones). Debe destacarse que la función principal de una *clearing house* no es la compensación, como el nombre lo sugiere. Lo esencial es el cálculo de la posición de la entidad participante, para lo cual puede o no compensar obligaciones entre los miembros.

La compensación puede realizarse también por una entidad de contrapartida central (*central counterparty* o CCP). La CCP es «una entidad que actúa como comprador para todo vendedor y como vendedor para todo comprador para una serie específica de contratos, por ejemplo, aquellos que se ejecutan en un mercado o bolsas particulares».¹² Para cumplir esa función, una CCP debe «registrar las órdenes de transferencia de valores y efectivo que le sean comunicadas por los Miembros del mercado y dar la contrapartida y la compensación centralizada en las operaciones que actúa» (Castellanos, 2017: 192).

b) *La liquidación.* La liquidación constituye «la finalización de una operación en

10. «Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidaciones», Banco Mundial, 1 de junio de 2002, p. 28, disponible en <https://bit.ly/2W7oIF8>

11. «Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidaciones», Banco Mundial, 1 de junio de 2002, p. 29, disponible en <https://bit.ly/2W7oIF8>

12. «Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidaciones», Banco Mundial, 1 de junio de 2002, p. 23, disponible en <https://bit.ly/2W7oIF8>.

donde el vendedor transfiere los valores o instrumentos financieros al comprador y el comprador transfiere el dinero al vendedor».¹³ El agente liquidador es «la institución que administra los procesos de liquidación (por ejemplo, la determinación de las posiciones de liquidación, el control del intercambio de pagos, etc.) para sistemas de transferencia u otros acuerdos que requieren liquidación».¹⁴ Un depósito central de valores suele desempeñar la función de agente liquidador.

c) *El registro y custodia*. El registro y custodia de valores es la etapa final del proceso de compensación y liquidación de valores. Un depósito central de valores ofrece básicamente cuatro servicios: i) mantener la integridad de una emisión; ii) llevar unas cuentas —individuales o globales— correspondientes a los valores custodiados; iii) suministrar información sobre las cuentas de valores; y iv) liquidar —en sentido restringido— las operaciones sobre los valores mediante el abono o adeudo de las respectivas cuentas (Caballero, 2010: 74).

El riesgo sistémico

En concordancia con la evolución descrita de los estándares internacionales y, especialmente, tras la crisis financiera 2007-2011, el interés público se ha centrado, aunque no exclusivamente, en la mitigación del riesgo sistémico; esto es, el incumplimiento de algún participante de sus compromisos puede generar que otros participantes sean incapaces, a su turno, de cumplir sus propios compromisos, derivando en una cadena de incumplimientos.¹⁵

Con todo, recientemente se ha puesto de relieve que los sistemas de compensación y liquidación de valores disminuyen, pero también concentran riesgos. Como antes se explicó, la compensación de las operaciones bursátiles disminuye el riesgo de crédito al monto neto de las obligaciones entre los participantes.¹⁶ Sin embargo,

13. «Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidaciones», Banco Mundial, 1 de junio de 2002, p. 88, disponible en <https://bit.ly/2W7oIF8>

14. «Glosario de términos utilizados en los sistemas de pago y liquidaciones», Banco Mundial, 1 de junio de 2002, p. 88, disponible en <https://bit.ly/2W7oIF8>

15. CPSS/IOSCO, 2012A: 18. Steven Schwarcz a propuesto una definición distinta de riesgo sistémico «Synthesizing these factors, we can reach a working definition of systemic risk: the risk that (i) an economic shock such as market or institutional failure triggers (through a panic or otherwise) either (X) the failure of a chain of markets or institutions or (Y) a chain of significant losses to financial institutions, (ii) resulting in increases in the cost of capital or decreases in its availability, often evidenced by substantial financial-market price volatility» (Schwarcz, 2008: 204).

16. Algunos de los riesgos presentes en un sistema de compensación y liquidación valores son los siguientes: «Riesgo de crédito: Riesgo de que una parte no liquide una obligación por su valor total al vencimiento o en cualquier momento posterior. El riesgo de crédito se descompone en: riesgo de reemplazo y riesgo de principal». «Riesgo de reemplazo: Riesgo que se origina en la incapacidad de cumplir la entrega de instrumentos financieros o del efectivo por parte de uno de los participantes, dejando a su

especialmente si se trata de una entidad de contraparte central, el riesgo se consolida en una sola entidad. Adicionalmente, la creciente interdependencia con otras infraestructuras del mercado de valores (por ejemplo, un depósito central de valores o un banco central), a fin de agilizar y disminuir los costos asociados a la poscontratación, aumentan el riesgo sistémico.¹⁷ Por lo anterior, en un escenario de globalización financiera, el riesgo sistémico de las infraestructuras del mercado financiero puede contagiar mercados distintos al nacional. Esto explica el fuerte desarrollo de estándares internacionales y su recepción por los ordenamientos nacionales, a fin de buscar un mínimo de uniformidad, sin importar si se trata de entidades locales o internacionales. En concordancia con lo anterior, uno de los objetivos de la LSCLIF fue precisamente acotar el riesgo sistémico.¹⁸

En lo que más interesa a este trabajo, la existencia de un régimen de garantías eficiente permite mitigar el riesgo de reemplazo y, de esa forma, también el riesgo sistémico asociado a un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros.

La compensación y liquidación de operaciones sobre valores en Chile

En esta sección describiremos, en sus rasgos elementales, las infraestructuras de poscontratación vinculadas a las garantías con cambio de titularidad en estudio, a fin de conocer la evolución y el contexto normativo actual en el cual se desarrollan esas operaciones.

contraparte con la necesidad de reemplazar, a los precios actuales del mercado, la operación convenida». «*Riesgo de principal*: Riesgo de que el vendedor de un instrumento financiero entregue dicho título pero no reciba el pago, o que el comprador de un título realice el pago pero no obtenga dicho instrumento. De tal forma, el riesgo de principal corresponde a la posibilidad de perder el valor completo de los instrumentos financieros o de los fondos transferidos». «*Riesgo de liquidez*: Riesgo de que una parte no liquide una obligación por su valor total cuando ésta vence sino en una fecha posterior no determinada» (Norma de Carácter General 258, emitida por la Comisión para el Mercado Financiero con fecha 14 de agosto de 2009, II, cursiva agregada)

17. Superintendencia de Valores y Seguros, «Estado y evaluación del sistema de compensación, custodia y liquidación de valores 2009/2010», Comisión para el mercado financiero, abril de 2011, p. 7, disponible en <https://bit.ly/2EKyhyz>; Committee on Payment and Settlement Systems, «Core principles for systemically important payment systems», Bank for International Settlements, 19 de enero de 2001, pp. 6-7, disponible en <https://bit.ly/2zgzSsj>; Committee on Payment and Settlement Systems e International Organization of Securities Commissions, «Principles for financial market infrastructures: Disclosure framework and assessment methodology», Bank for International Settlements, 14 de diciembre de 2012, p. 18, disponible en <https://bit.ly/2HNCqnr>.

18. «Historia de la Ley 20.345 sobre Sistema de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros», Biblioteca del Congreso Nacional, 6 de junio de 2009, pp. 8, 44, 78-80 y 161, disponible en <https://bit.ly/2QApt39>.

Breve referencia a la evolución nacional de los sistemas de compensación y liquidación multilateral

Originalmente tanto la negociación como la compensación, liquidación y custodia de valores estaba a cargo de las bolsas.¹⁹ Un hito significativo en la evolución de la poscontratación en nuestro país fue la aprobación de la Ley 18.876/1989, sobre entidades privadas de depósito y custodia de valores, hace ya casi 30 años. Actualmente, en Chile existe una empresa de depósito de valores, el Depósito Central de Valores S.A., Depósito de Valores (DCV), en cuya propiedad participan, entre otras, las entidades depositantes y tiene el carácter de monopolio natural (Caballero, 2016: 51).

La creación de las empresas de depósito de valores significó, en lo que ahora nos interesa, desplazar la liquidación desde las bolsas de valores a las empresas de depósito de valores. Sin embargo, las bolsas conservaron gran parte de las labores vinculadas a la compensación. Así, por ejemplo, la compensación multilateral de valores en la Bolsa de Comercio de Santiago (BCS) continuó a cargo de cuatro cámaras de compensación, dependiendo del tipo de instrumento y la condición de liquidación (Cámara de Renta Variable; Cámara Pagadero Mañana; Cámara Pagadero Hoy; y Cámara de Operaciones Simultáneas). Una vez producida la compensación en las referidas cámaras, la información sobre los saldos de valores a transferir se enviaba al DCV, a fin de que éste liquidara esas operaciones por medio del abono y adeudo en las cuentas de valores respectivas.

Un segundo hito en esta evolución corresponde a la aprobación de la LSCLIF. Nuevamente existe un solo sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros en nuestro país, denominada CCLV, Contraparte Central S.A. (CCLV).²⁰

La entrada en vigencia de la LSCLIF significó trasladar la compensación y liquidación multilateral de operaciones bursátiles fuera de las bolsas de valores, creándose al efecto una nueva institucionalidad, acorde a los estándares internacionales imperantes, según se explicará seguidamente.

19. La «Oficina de Garantías» era el órgano al interior de la Bolsa de Comercio de Santiago a cargo de compensar y liquidar las operaciones bursátiles (Escobar, 1959: 230).

20. Dado que la CCLV y el DCV son empresas únicas en sus rubros, una parte significativa de la normativa, especialmente de inferior rango, se refiere a ellas nominativamente, así como a la normativa emitidas por cada una de ellas respecto a la operación de las infraestructuras a su cargo. Así, por ejemplo, la normativa emitida por la CCLV hace constante referencia al DCV. Por esa razón en el texto se usa, según convenga, las expresiones «empresa de depósito de valores» (EDV) o Depósito Central de Valores S.A., Depósito de Valores (DCV) y sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros (SCLIF) o CCLV, Contraparte Central S.A. (CCLV).

La institucionalidad de la compensación de valores

La ley define un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros como «el conjunto de actividades, acuerdos, participantes, normas, procedimientos y mecanismos que tengan por objeto compensar y liquidar órdenes de compensación» (artículo 1.1. LSCLIF). A su turno, «Orden de compensación» es la «instrucción comunicada a un sistema, de acuerdo a sus normas de funcionamiento, para la compensación de obligaciones emanadas de transacciones sobre instrumentos financieros» (artículo 1.7. LSCLIF).

La noción de «sistema» es una pieza fundamental de esta legislación especial. Así, por ejemplo, determina el ámbito de aplicación de la ley o del principio de irrevocabilidad y firmeza de las órdenes de compensación (artículo 24 LSCLIF).²¹

Un sistema debe estar a cargo de una persona jurídica denominada «sociedad administradora» (artículo 1.3. LSCLIF), constituida como una sociedad anónima especial. La LSCLIF regula dos tipos de sistemas: la cámara de compensación de instrumentos financieros y la entidad de contraparte central. Esta última es una «sociedad administradora que compensa órdenes de compensación constituyéndose en acreedora y deudora de los derechos y obligaciones que deriven de tales órdenes» (artículo 1.4. LSCLIF). Por su parte, la cámara de compensación de instrumentos financieros es una «sociedad administradora que compensa órdenes de compensación sin constituirse en contraparte central de las mismas» (artículo 1.5. LSCLIF).²²

La diferencia fundamental entre la cámara de compensación de instrumentos financieros y la entidad de contraparte central es que esta última se interpone entre las partes de la operación, de modo que éstas se desvinculan, convirtiéndose la ECC en contraparte de cada una de las partes originales de la operación (artículo 12.II LSCLIF).²³ En cambio, la cámara gestiona la compensación de las operaciones sin afectar las relaciones entre las partes de la operación. Esto significa que la entidad de contraparte central está sujeta a un riesgo mayor, pues compromete el patrimonio propio al convertirse en contraparte de los participantes.

21. La LSCLIF se aplica a «los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros, a las sociedades administradoras y sus participantes, a las garantías otorgadas por estos últimos y a las órdenes de compensación comunicadas de conformidad con las normas de funcionamiento de dichos sistemas», excluyéndose expresamente las cámaras compensadoras autorizadas, creadas o establecidas en el extranjero y reconocidas por el BCCH (artículo 2 LSCLIF)

22. Recientemente, la Circular/CMF 2237, de 6 de septiembre de 2018, estableció la obligación de los órganos de administración y vigilancia de las empresas de depósito y custodia de valores y de las sociedades administradoras de sistemas de compensación y liquidación, de observar los Principios para entidades de infraestructura financiera del mercado (*supra* I.1), en el diseño, aprobación e implementación de los servicios, políticas, recursos, sistemas, procedimientos, controles y mitigadores de riesgo inherentes del giro de estas entidades.

23. Esta interposición no produce efectos tributarios, según dispone la norma citada.

La «compensación financiera» de operaciones sobre instrumentos financieros es una de las funciones fundamentales de un SCLIF al permitir disminuir el número y monto de las obligaciones pendiente de cumplimiento entre los participantes o entre éstos y una ECC, según corresponda, lo cual mitiga los riesgos asociados a la poscontratación y, de esa forma, también, el riesgo sistémico, según antes se explicó.

La liquidación es el:

Procedimiento por el cual se extinguen los saldos acreedores netos y deudores netos resultantes de la compensación, como consecuencia de: a) el pago en dinero efectuado mediante transferencias de fondos depositados en cuentas abiertas en el Banco Central de Chile o en empresas bancarias; y b) la transferencia de instrumentos financieros, cuando así lo requieran las transacciones que hubieren dado origen a las órdenes de compensación (artículo 1.10. LSCLIF).

En el caso de tratarse de valores depositados en una empresa de depósito de valores, la liquidación se perfeccionará por medio de una transferencia contable (artículo 3 LSCLIF).

Los participantes son «personas jurídicas autorizadas por ley o por la Superintendencia para ser miembros de un sistema» (artículo 1.6 LSCLIF). Los participantes pueden ser directos (agentes de valores, corredores de bolsas de valores, corredores de bolsas de productos y bancos, ex artículo 21.I LSCLIF) o indirectos (NCG 256, IV).²⁴ Estos últimos son aquellos que, actuando a través de un partícipe, puede ingresar directamente órdenes de compensación al sistema, como, por ejemplo, los inversores institucionales.²⁵

Los participantes están obligados personalmente al cumplimiento de las órdenes de compensación ingresadas al sistema, sin que puedan alegar la excepción de falta de provisión (artículo 22 LSCLIF). Las normas de funcionamiento del sistema deben exigir a los participantes la constitución de garantías suficientes para caucionar el cumplimiento de sus obligaciones frente a la sociedad administradora, según veremos a continuación.

24. Norma de Carácter General 256, emitida por la Comisión para el Mercado Financiero con fecha 14 de agosto de 2009.

25. «Participante» es definido como las «personas jurídicas autorizadas por ley o por la Superintendencia para ser miembros de un sistema» (artículo 1 numeral 6 LSCLIF) y «Cliente» como los agentes de valores, corredores de bolsas de valores, corredores de bolsas de productos, bancos y los inversionistas institucionales (artículo 21 LSCLIF). Sin embargo, la nomenclatura utilizada en la regulación no es uniforme. En la Normas de Funcionamiento de la CCLV (NF), el «Agente Liquidador» corresponde al «Participante» (Secc. A.3.iii y xl NF). Por su parte, el «Agente Liquidador Indirecto» corresponde al «Cliente» (Secc. IV NCG/CMF 256 y la Secc. A.3.ix) y Secc. B.1.III NF). En este trabajo utilizaremos el término «participante» para aludir a todos los anteriores, salvo expresa indicación en contrario.

Las garantías de los participantes

Los SCLIF permiten la compensación rápida y segura de grandes volúmenes de operaciones sobre instrumentos financieros. Sin embargo, esa centralización de un número ingente de operaciones en una entidad produce el indeseado efecto de concentrar riesgos sobre ciertos sujetos; en nuestro caso, la sociedad administradora y los participantes. A este respecto, se debe recordar que una de las funciones esenciales de los SCLIF es «asegurar» la correcta liquidación de los valores, de modo de prever posibles fallos o riesgos asociados al procedimiento de liquidación (artículo 8 núm. 7 LSCLIF). Esto supone establecer mecanismos destinados a cubrir o, en su caso, mitigar los riesgos asociados al incumplimiento de las órdenes de compensación y otras obligaciones de un participante frente a una sociedad administradora.

La LSCLIF establece que «las sociedades administradoras deberán requerir garantías a los participantes para asegurar el cumplimiento de las obligaciones que éstos asuman o que se deriven del ingreso de órdenes de compensación al sistema», agregando que «las normas de funcionamiento determinarán el tipo de garantías que se podrá utilizar, el cálculo del monto que deberán cubrir y la oportunidad en que serán exigibles a los participantes» (artículo 26 LSCLIF), lo que ha sido establecido reglamentariamente en la NCG 258, que establece elementos mínimos de gestión de riesgo de crédito y liquidez de los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros.

Las garantías exigidas a los participantes para caucionar el cumplimiento de las órdenes de compensación

Los participantes en un SCLIF deben aportar garantías individuales corrientes y, adicionalmente, aportar garantías individuales suplementarias, destinadas a garantizar la falta de provisión oportuna de los instrumentos financieros o del dinero efectivo por parte de los participantes y, de ese modo, asegurar la liquidación íntegra y oportuna de las operaciones ingresadas a un sistema.

a) *Las garantías individuales corrientes.* Las garantías individuales corrientes están destinadas a cubrir las pérdidas derivadas del riesgo de reemplazo bajo condiciones normales de volatilidad de mercado (NCG 258.VIII.1.1).²⁶

El riesgo de incumplimiento de un participante deberá estar siempre cubierto por las garantías individuales en los términos antes indicados, para lo cual la sociedad

26. Se entiende por condiciones normales de volatilidad de mercado «un rango de fluctuaciones de precios con una probabilidad de ocurrencia durante un día de transacción, igual o superior a 1%, de acuerdo a lo determinado por las sociedades administradoras en base al uso de modelos de cálculo de volatilidad de precios de utilización común. Adicionalmente a la volatilidad de mercado, se deberá tomar en consideración las características de liquidez y de linealidad del instrumento financiero a liquidar» (NCG 258.VIII.1)

administradora deberá establecer o bien límites a las órdenes ingresadas en función de las garantías constituidas, o bien recalcular las garantías ante el ingreso de nuevas órdenes de compensación. El recálculo de las garantías debe realizarse en base a los precios de mercado, vigentes o estimados, de los instrumentos financieros a liquidar, con una periodicidad mínima diaria, debiendo la sociedad administradora poder realizar el referido recálculo con una frecuencia de al menos 60 minutos si se presentan condiciones de mayor volatilidad o volúmenes anormales de órdenes de compensación (NCG 258.VIII.1.2).

b) *Las garantías suplementarias.* Las garantías suplementarias se exigen en forma adicional a las garantías corrientes y tratándose de órdenes de liquidación de operaciones de renta variable e instrumentos derivados, por cada orden de compensación ingresada a un sistema, a fin de cubrir el riesgo de reemplazo incluso ante un escenario de condiciones extremas pero plausibles de volatilidad de mercados; esto es, aquellas en que los cambios de los precios de los instrumentos financieros cuyas órdenes de compensación sean procesadas por el sistema, presenten variaciones significativamente superiores a lo habitual. Las garantías suplementarias no son obligatorias si se constituye un Fondo de Garantía (NCG 258.VIII.2).

El estatuto de la garantía con cambio de titular a favor de un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros

La determinación de las reglas aplicables

Como se indicó al comienzo de este trabajo y ahora es útil recordar, la LSCLIF permite la constitución de garantías con cambio de titularidad en los términos siguientes:

Asimismo, para estos efectos [asegurar el cumplimiento de las obligaciones que los partícipes asuman o que se deriven del ingreso de órdenes de compensación a un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros] también se podrán utilizar como garantía operaciones que se perfeccionen mediante la transferencia de la titularidad de activos. En este caso, las garantías no serán consideradas para ningún efecto como cauciones prendarias (artículo 26.II LSCLIF).

El propio texto legal se encarga de aclarar que las garantías con cambio de titularidad no son un tipo de prenda, evitando de esa forma el riesgo de ser sujetas al régimen prendario ordinario y, por consiguiente, considerar a la prenda como un mero título de tenencia, incompatible con el funcionamiento y los fines de la garantía en estudio.²⁷ Sin embargo, queda pendiente determinar cuál sea la naturaleza jurídica de esta figura. Sobre ello hemos de volver más adelante, una vez revisados otros aspectos de la garantía con cambio de titularidad.

27. Conforme, Guzmán (2012: 132).

Una de las dificultades para entender el régimen de la garantía en estudio sobre valores anotados es la dispersión de normas, a consecuencia de una triple fuente de regulación, al quedar comprendida ella dentro de las reglas siguientes:

- sobre garantías de los participantes a favor de una sociedad administradora para «asegurar el cumplimiento de las obligaciones que éstos asuman o que se deriven del ingreso de órdenes de compensación al sistema» establecidas en el Capítulo I «De las garantías» del Título IV LSCLIF;
- sobre transferencia de valores entre depositantes de una empresa de depósito de valores contenidas la LSCLIF, al constituirse por medio de una transferencia contable; y
- sobre garantías respecto de «obligaciones de los corredores entre sí o con las bolsas» establecidas en el Título XXII LMV.

La explicación de esta dispersión de fuente puede encontrarse en la evolución de las infraestructuras del mercado de valores, antes mencionada. Originalmente tanto la negociación como la compensación y liquidación de las operaciones bursátiles (poscontratación) estaba a cargo de las bolsas. De allí que el Título XXII de la LMV esté especialmente dedicado a regular las garantías respecto de «obligaciones de los corredores entre sí o con las bolsas o con sus clientes o de cualquiera de estos para con aquellos» (artículo 173.I LMV).

La posterior creación de las empresas de depósito de valores y de las cámaras de compensación de instrumentos financieros y de entidades de contrapartida central como infraestructuras del mercado independientes y jurídicamente autónomas respecto de las bolsas, no eliminó las reglas sobre garantías contenidas en la Ley del mercado de valores, sino que agregó otras de nuevo cuño, a fin de ajustar la institucionalidad naciente a la operación del mercado. Esta yuxtaposición de normas en diferentes cuerpos legales explica la pluralidad de fuentes observada.

La pluralidad de reglas respecto de la garantía con cambio de titularidad sobre valores anotados en un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros plantea la necesidad de establecer un orden de preferencia para su aplicación. En nuestra opinión, la *sedes materiae* se ubica en el Capítulo I «De las garantías» del Título IV «De las garantías y de los fondos de garantía» de la LSCLIF, compuesto de cuatro artículos, numerados del 26 al 29. Conviene recordar que la LSCLIF cuenta con importantes normas de desarrollo. Esa normativa ha sido emitida tanto por la Comisión para el Mercado Financiero como por la propia CCLV. Entre la normativa emitida por la CCLV, son especialmente relevantes las normas de funcionamiento, aprobadas por Comisión para el Mercado Financiero, dentro de las cuales a este es-

tudio interesa especialmente la Sección E «Garantías y fondos de reserva».²⁸ Estas normas de desarrollo se aplican con preeminencia de las reglas supletorias por servir de complemento a las de rango legal.

En esa misma jerarquía se ubican las reglas (legales y normativa de desarrollo) sobre la transferencia contable, según se desprende de la concordancia entre la norma legal habilitante para utilizar como garantía las operaciones de cambio de titularidad de activos y la obligación de una sociedad administradora de mantener en todo momento las garantías depositadas en una empresa de depósito de valores (artículo 26.III LSCLIF en relación con la NCG 258.XI.2).

Finalmente, las reglas del Título XXII LMV se aplican supletoriamente «en lo que no resulte incompatible» con las reglas contenidas en el Capítulo I del Título IV LSCLIF.²⁹

La constitución de la garantía

La cuenta de valores en garantía

Dado que los instrumentos financieros objeto de una garantía con cambio de titularidad deben estar necesariamente depositados en una empresa de depósito de valores, las reglas sobre constitución de garantías establecidas en la normativa sobre sistemas de compensación y liquidación de valores deben tener en cuenta la forma de operar del DCV, de modo que las garantías puedan ser constituidas, sustituidas o retiradas con la agilidad necesaria para el buen funcionamiento del mercado. Ahora es útil precisar cómo se produce esa coordinación desde un punto de vista tanto normativo como operativo, pues ese es el contexto donde tiene lugar la constitución de la garantía en estudio.

Tanto la sociedad administradora como los participantes tienen la obligación de ser miembros de una empresa de depósito de valores (artículo 3 LSCLIF y Secc. A.2.iii) y B.2.1.iii) NF).

La CCLV tiene, adicionalmente, la obligación de abrir cuentas específicas en el DCV a fin de recibir «depósitos de valores en garantía» de los participantes, «con el

28. Resolución exenta núm. 423 CMF (ex SVS), de fecha 04 de diciembre de 2013

29. Cabe preguntarse si las normas generales del Código de comercio y del Código Civil deben considerarse como reglas supletorias de «segundo grado» para la figura en estudio (Guzmán, 2012: 116 y 120). Planteamos nuestras dudas al respecto. En nuestra opinión, en el caso de la garantía con cambio de titularidad, ajena a nuestros Códigos, parece difícil encontrar reglas donde resolver los posibles vacíos normativos, en coherencia con la regulación especial en estudio. Todavía de existir esos vacíos, parece razonable entender las normas sobre la contratación y poscontratación de valores (entre ellas, las referidas a un sistema de compensación y liquidación de valores) como un «conjunto cerrado y coherente consigo mismo» (Gómez-Sancha, 2006: 245), de modo que sólo muy excepcionalmente se deba recurrir a unas reglas supletorias ajenas al mismo para resolver eventuales carencias.

objeto de caucionar sus saldos y posiciones resultantes de los procesos de compensación y liquidación en la CCLV». Esas cuentas se denominan técnicamente «Cuentas de valores en garantía» (Secc. A.3.xx NF).

El uso del plural obedece a la obligación de la CCLV de abrir cuentas separadas según se trate de la compensación y liquidación de instrumentos de renta variable con condición de liquidación contado normal, de instrumentos derivados con liquidación el día hábil bursátil siguiente de calculados sus saldos financieros, de instrumentos de renta fija e intermediación financiera con condición de liquidación PM y de instrumentos de renta fija, intermediación financiera y de renta variable, asociada a operaciones simultáneas, con condición de liquidación PH (Secc. E.4.VIII NF).

El procedimiento de constitución

El procedimiento de constitución de una garantía con cambio de titularidad tiene como punto de partida el requerimiento por parte de la CCLV al participante de aportar instrumentos financieros para cubrir las garantías mínimas, corrientes y adicionales y, en su caso, «un llamado de margen» (Secc. A.3.xvi-xxx y xxxvii NF). La CCLV calcula e informa a los participantes a través del sistema de información, cada una hora durante el día de operación, el nivel exigido de garantía corriente. Asimismo, los participantes dispondrán de información actualizada respecto a sus niveles de garantías enteradas y exigidas en el sistema de información.

El incumplimiento de la obligación de enterar las garantías exigidas produce la no aceptación de las órdenes de compensación afectadas, quedando éstas en estado de rechazadas. La CCLV inmediatamente solicitará a las bolsas de valores la suspensión del participante en los sistemas de negociación y lo suspenderá operativamente impidiendo el ingreso de sus órdenes de compensación en todos los sistemas de compensación y liquidación administrados por la CCLV, hasta regularizar la situación (Secc. C.1.6.3; 2.6.3. y D.1.6.3; 2.6.3).

Como respuesta a la exigencia de garantías, los participantes comunican a través del sistema de información de la CCLV el «ingreso de garantías» (Secc. E.4.I NF). A su turno, la CCLV envía un mensaje con archivos de transferencia al DCV con las garantías ingresadas por los participantes, en mérito del cual éste abona los valores en la cuenta de valores en garantías de la CCLV correspondiente. Una vez realizado el abono en la cuenta de valores en garantía por parte de la empresa de depósito de valores la garantía se entiende enterada («Garantía enterada», Secc. 1.A.xxviii). De modo que el «ingreso [de las garantías] implica la transferencia de valores a la cuenta de valores en garantía específica de la CCLV en el DCV» (Secc. E.1.II NF).³⁰

30. En el sentido de la transferencia de una titularidad, Guzmán (2012: 132).

Las particularidades de la transferencia contable y la garantía con cambio de titularidad

Cabe preguntarse si la transferencia contable de los instrumentos financieros en la cuenta de valores en garantías de la CCLV permite cumplir con la obligación de enterar garantía del participante. Según antes se indicó, la garantía en estudio se perfecciona «mediante la transferencia de la titularidad de activos» (artículo 26.III LS-CLIF). Sin embargo, la transferencia contable produce una transferencia con rasgos particulares, quedando pendiente resolver si cumple con la exigencia legal de transferir la titularidad de activos, en nuestro caso, instrumentos financieros, a lo que dedicaremos los párrafos siguientes.

La explicación de los efectos de la transferencia contable exige remontarnos al momento cuando los instrumentos financieros ingresan a una empresa de depósito de valores, en nuestro caso el DCV. Ese ingreso se produce «cumpliendo con las formalidades propias de la transferencia del dominio» (artículo 3.I LEDV). Un ejemplo puede ayudarnos a explicar esta regla. Supongamos que el Depositante A deposita 100 acciones XYZ en una empresa de depósito de valores. El depósito se perfecciona inscribiendo 100 acciones XYZ a nombre de la empresa de depósito de valores en el registro de accionistas de la sociedad XYZ. Precisamente por esa razón, de acuerdo con las reglas de la sociedad anónima, el DCV se reputa frente a la sociedad y terceros como titular de las acciones (valores depositados).

Sin embargo, la LEDV establece una regla especial:

[E]n las relaciones entre la empresa y el depositante, éste es el propietario de los valores depositados a su nombre. Ante el emisor de los valores y terceros, salvo las excepciones que se contemplan en esta ley, la empresa es considerada dueña de los valores que mantiene en depósito [...] (artículo 5.I LEDV).

Usualmente, de acuerdo con el derecho común, cumplido un modo de adquirir (en nuestro caso, la transferencia contable), el adquirente se convierte en el dueño pleno del bien. Sin embargo, la transferencia contable produce un efecto jurídico distinto, dando lugar a un desdoblamiento de la titularidad sobre los valores: el depositante es el titular de los valores anotados en su cuenta de valores. Sin embargo, respecto del emisor y terceros, la empresa de depósito se reputa dueña de los valores depositados. La empresa de depósito de valores es un titular fiduciario de los valores.³¹

Supongamos ahora que el Depositante A transfiere 100 acciones XYZ a la cuenta de valores del Depositante B. El abono de 100 acciones XYZ en la cuenta de valores del Depositante B significa que la empresa de depósito de valores va a reconocer

31. Para una explicación más detallada de la titularidad fiduciaria de la empresa de depósito de valores y la posición jurídica de un depositante, Caballero (2016: 100-124).

internamente como titular de 100 acciones XYZ al Depositario B. En otras palabras, si bien la empresa de depósito de valores sigue apareciendo como titular frente al emisor y terceros, reconoce solamente frente al Depositario B que éste es el titular de las referidas 100 acciones XYZ.

Ahora estamos en condiciones de volver sobre la pregunta inicial ¿la transferencia contable de los instrumentos financieros en la cuenta de valores en garantías de la CCLV cumple con la exigencia de transferir «la titularidad de activos» de acuerdo al 26.III LSCLIF? Esto supone determinar si la regla antes mencionada puede satisfacerse sólo con la adquisición de una titularidad plena por parte de una sociedad administradora o basta la titularidad fiduciaria antes descrita.

En nuestra opinión, la transferencia contable satisface la referida exigencia legal. La razón radica en un argumento de sistema. La obligación, por una parte, de los participantes y la sociedad administradora de ser miembros de una empresa de depósito de valores y, por otra parte, la obligación de una sociedad administradora de depositar los instrumentos financieros en garantía (con o sin cambio de titularidad) en una empresa de depósito de valores implican la sujeción de los instrumentos financieros en garantía al régimen especial de los valores anotados y, por consiguiente, aceptar como suficiente la transferencia contable de valores para los efectos de dar por cumplida la obligación de un participante de constituir garantías con cambio de titularidad. Así, por lo demás, sucede diariamente en la CCLV, según nos hemos informado y ello corrobora nuestra interpretación.

La irrevocabilidad de las garantías

Las garantías constituidas para asegurar el cumplimiento de las órdenes de compensación aceptadas por un sistema, los saldos deudores netos resultantes de la compensación, así como otras obligaciones reguladas en las normas de funcionamiento del sistema son irrevocables (artículo 27.I LSCLIF).

El momento a partir del cual las referidas garantías se consideran irrevocables no se establece legalmente, sino se reenvía a las reglas de funcionamiento del sistema. En el caso de la CCLV, el hito temporal a partir del cual surge la irrevocabilidad es el registro en la cuenta de valores en garantía de la CCLV (Secc. E.4.V NF).

La irrevocabilidad de la garantía consiste en que, una vez constituidas, no podrá impedirse la realización de las mismas por medio de actos destinados a declarar su ineficacia en sentido amplio o suspensión, incluso derivados de un procedimiento concursal. Así, por ejemplo, si un tribunal decreta la nulidad de una garantía con cambio de titularidad no se producirán los efectos comunes de la nulidad, sino que los efectos «se resolverán en la obligación de indemnizar los perjuicios» (artículo 27.I LSCLIF).

La ratio de esta regla es proteger el buen fin de los procedimientos de compensa-

ción y liquidación en curso a través de impedir afectar la ejecución de las garantías ya constituidas, pues ello podría entorpecer o impedir la operación normal de los procedimientos de liquidación asociados a un sistema de compensación y liquidación de valores.

La formación de un patrimonio de afectación

Los bienes constituidos por los participantes como garantía del cumplimiento de las órdenes de compensación aceptadas por un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros, los saldos deudores netos resultantes de la compensación, así como otras obligaciones reguladas en las normas de funcionamiento quedan afectas exclusivamente a estos fines, dando lugar a patrimonios de afectación (artículo 26.II LSCLIF).

La expresión «patrimonio de afectación» se vincula con la denominada «teoría objetiva o finalista del patrimonio». Para ésta, un patrimonio consiste «en la agrupación de bienes y deudas apreciables en dinero, con valor pecuniario, en torno a un fin común», sin una necesaria vinculación a una persona (Figuroa, 2008: 39). Desde esta perspectiva, la finalidad común (inmediata) del patrimonio de afectación en estudio consiste en servir de respaldo al cumplimiento de las obligaciones de los participantes «previstas por las normas de funcionamiento del sistema» y (mediatamente) mitigar el riesgo sistémico y comprende, en el activo, las garantías (con y sin cambio de titular) y, en el pasivo, las obligaciones caucionadas correspondiente al participante de un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros.

La afectación al fin impide la utilización de los bienes integrantes de ese patrimonio para la satisfacción de obligaciones distintas a las cuales se ha destinado legalmente. Este es precisamente el sentido de la regla:

[Las garantías (con sin cambio de titularidad)] no serán susceptibles de reivindicación, embargo, medida prejudicial o precautoria u otras limitaciones al dominio por causa alguna ni podrán estar sujetos a otros gravámenes o prohibiciones que los establecidos por las normas de funcionamiento del sistema (artículo 26.II LSCLIF).

Conviene en este punto detenernos en el uso de la expresión «patrimonios de afectación» en plural, en la regla en estudio. Ello excluye entender que las garantías y las obligaciones de todos los participantes forman un único patrimonio de afectación. Se crean, por el contrario, pluralidad de patrimonios de afectación ¿Pero cuantos? ¿Uno para cada participante? ¿Uno por cada cuenta de valores en garantía de la CCLV? ¿Uno para cada participante y cuenta de valores en garantía? En nuestra opinión, los patrimonios de afectación comprenden todos los activos y pasivos de cada participante con la sociedad administradora en concordancia con estar destinadas las garantías exigidas para cubrir las obligaciones «que éstos [los participantes]

asuman» (artículo 26.I LSCLIF). De esta forma, las garantías constituidas por un participante no tienen como finalidad cubrir los descubiertos de otros participantes, sino los propios.³²

Ahora bien, si un participante incumple sus obligaciones con la sociedad administradora, ésta puede cubrir ese incumplimiento utilizando las garantías enteradas sin importar la cuenta de valores en garantía donde se encuentran anotadas, pues la afectación de las mismas no queda limitada por esa anotación contable ni por la información del registro de garantías de la CCLV, sino por la destinación legal de esas garantías al cumplimiento «de las órdenes de compensación aceptadas por un sistema, los saldos deudores netos resultantes de la compensación, así como otras obligaciones reguladas en las normas de funcionamiento del sistema» (artículo 27.I LSCLIF).

En suma, la formación de este patrimonio de afectación deja los instrumentos financieros en garantía fuera del alcance de los terceros acreedores tanto del participante como de la sociedad administradora y destinado exclusivamente al cumplimiento de todas las obligaciones de un participante con la sociedad administradora.

El régimen de las garantías en curso

La fiducia (legal) a favor de la sociedad administradora

Según hemos adelantado, el abono transfiere a la sociedad administradora los instrumentos financieros en garantía. La LSCLIF declara no tratarse de un tipo de prenda, pero no precisa más. Tampoco es posible encontrar esas precisiones en el proyecto de ley ni en la discusión parlamentaria. Con todo, el texto del proyecto de ley original rezaba:

Las garantías se constituirán mediante contratos de prenda, de venta de instrumentos financieros con pacto de retrocompra, la que en ningún caso podrá ser considerada como una prenda, o a través de los demás actos o contratos establecidos en las normas de funcionamiento.³³

Este texto fue sustituido por el actualmente vigente (artículo 26.III LSCLIF), sin quedar rastro de la razón de este cambio de criterio. Probablemente, en el inicio se trató de facilitar el uso (ya habitual) de la venta de instrumentos financieros con pacto de retrocompra en función de garantía, dotando a ese negocio de certeza jurídica en el sentido de no constituir una garantía prendaria. Posteriormente se amplió esa

32. Con todo y como se indicará más adelante, el hecho de no existir una segregación de las garantías a nivel del DCV genera un riesgo legal, según ha observado el Banco Mundial (CCLV, 2017:37).

33. «Historia de la Ley 20.345 sobre Sistema de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros», Biblioteca del Congreso Nacional, 6 de junio de 2009, p 23, disponible en <https://bit.ly/2QApt39>.

lógica para permitir usar como garantía a todo negocio traslativo de la titularidad, sin considerársele como una prenda.

Queda, sin embargo, pendiente determinar en qué consiste (positivamente) una garantía con cambio de titularidad. En nuestra opinión, ese negocio da lugar a una titularidad fiduciaria de origen legal.³⁴

El negocio fiduciario «se caracteriza por la incongruencia entre el medio jurídico elegido (enajenación) y el fin económico o práctico perseguido (garantía, administración); discordancia de la que nace el peligro para el fiduciante y la posibilidad de abuso para el fiduciario».³⁵ Esta discordancia está presente en la garantía con cambio de titularidad anotada en la cuenta de valores en garantía de una sociedad administradora, pues la intención del participante no es transferir el dominio, sino (solamente) cumplir con la obligación de otorgar garantías a la sociedad administradora para asegurar el cumplimiento de las obligaciones que los partícipes asuman o que se deriven del ingreso de órdenes de compensación. La titularidad de la sociedad administradora sobre los instrumentos financieros abonados en las cuentas de garantía es instrumental al fin perseguido, fijado en el contrato tipo de adhesión celebrado entre el participante y la CCLV (pacto de fiducia) (Peñailillo, 2010: 39 y 58), dando lugar a la denominada «fiducia-garantía».³⁶ En ésta el fiduciante (participante) comunica la titularidad de los instrumentos financieros al fiduciario (sociedad administradora), con la finalidad de fortalecer su posición respecto del bien (instrumentos financieros) hasta obtener el pago de ciertas obligaciones. Las ventajas de la figura, con respecto a una garantía común, son evidentes: a la simplicidad de su constitución y menores costos, se suma la agilidad en la ejecución.³⁷

Otro rasgo de la figura en estudio es el tratarse de una «fiducia-legal», cuya confi-

34. Nótese que esta titularidad fiduciaria de la sociedad administradora (CCLV) frente al participante es distinta a la titularidad fiduciaria de la empresa de depósito de valores respecto a la sociedad administradora, antes examinada. La confusión puede producirse por la coexistencia de dos cuerpos normativos (la LEDV y la LSCLIF) cada uno de los cuales establece una titularidad fiduciaria sobre valores anotados, aunque frente a supuestos de hecho distintos. En el caso de la LEDV, la titularidad fiduciaria responde a la existencia de un contrato de depósito de valores. En cambio, en la LSCLIF, la titularidad fiduciaria surge de la constitución de una garantía con cambio de titularidad anotada en una cuenta de valores a nombre de una sociedad administradora.

35. De Castro, 1985: 383-384. En el mismo sentido, Garrigues, 1955: 18; Peñailillo, 2010: 11, 36 y 41-42.

36. La CCLV ofrece a los partícipes cuatro contratos tipos de adhesión, según se trata de un agente directo o indirecto y según se incluya o excluyan del mismo las operaciones sobre derivados (Anexos A.1; A.2; B.1 y B.2 NF)

37. Cámara, (2003: 1139). En el mismo sentido, Serick (1990: 34). Las ventajas de la figura han impulsado su gran difusión en distintos ordenamientos y sobre toda clase de bienes. Valga como muestra de ello su expreso reconocimiento y regulación en el artículo 6 de la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera (Keijser, 2006: 160-162). Respecto a su trasposición en España, Lyczkowska (2013: 255-267).

guración no queda entregada libremente a las partes bajo una relación de confianza, sino viene definida imperativamente, por ejemplo, formando los bienes entregados al fiduciario un patrimonio de afectación a la finalidad establecida en el pacto de fiducia (Cámara, 2003: 1137; Peñailillo, 2010: 40-42). Este origen heterónomo de la garantía con cambio de titularidad permite obviar las objeciones de validez que podrían surgir de tratarse de un negocio jurídico puramente voluntario, contrario prima facie a las normas de derecho común.

La existencia de un régimen imperativo destinado a configurar los derechos y obligaciones entre un participante (fiduciante) y la sociedad administradora (fiduciaria) queda en evidencia al estudiar cuál debe ser el comportamiento de esta última frente al ejercicio de los derechos económicos o, en su caso, políticos asociados a los instrumentos financieros anotados en su cuenta de valores en garantía, como se expondrá seguidamente.

La administración de los instrumentos financieros en garantía

Las normas de funcionamiento de la CCLV reconocen que, no obstante aparecer ésta como titular (fiduciario) de los instrumentos financieros ante una empresa de depósito de valores, es el participante quien debe beneficiarse del ejercicio de los derechos derivados de los instrumentos financieros anotados en la cuenta de valores en garantía de la CCLV; esto es, se reconoce el carácter puramente instrumental de esa titularidad contable a los efectos de servir de garantía ante un incumplimiento y, por consiguiente, insuficiente para constituir a la CCLV en titular del dominio pleno, según quedará de manifiesto a continuación.

El ejercicio de los derechos políticos corresponde exclusivamente al participante, aunque debe necesariamente realizar ese ejercicio a través de la sociedad administradora: «la CCLV ejercerá los derechos políticos sólo cuando el Agente Liquidador/ Agente Liquidador Indirecto específicamente se lo solicite» (Secc. E.5.I NF). Para ello, el participante debe «expresamente indicar a la CCLV, a más tardar el segundo día hábil anterior al día que se debe ejercer el derecho, su intención de ejercicio de dicho derecho, mediante una carta dirigida al Gerente General, o quien haga sus veces», indicando, entre otra información, «la materia sometida a votación y las instrucciones específicas de voto para cada una de ellas» (Artículo 5º, Anexo A.1 NF). En caso de no recibir la CCLV instrucciones o recibirlas tardíamente, no puede ejercer el derecho de voto, pues como antes hemos indicado, ese voto corresponde (materialmente) al participante (Artículo 6 Anexo A.1 NF). Respecto del ejercicio de los derechos económicos, la CCLV es la responsable de trasladar hasta el participante los beneficios económicos vinculados a los instrumentos financieros en garantía. Así, por ejemplo, en el caso de corresponder un reparto de dividendos, éstos serán pagados por el emisor a la CCLV en virtud de las instrucciones entregadas por la empresa de depósito de

valores (que si bien aparece como titular de las acciones en el registro de accionistas de la sociedad emisora, reconoce internamente como titular de los valores anotados a la sociedad administradora y, por consiguiente, instruirá el pago del dividendo en la forma indicada). Sin embargo, dado que la CCLV es (también) una titular fiduciaria se establece la obligación de ésta de transferir electrónicamente, ese mismo día, los montos recibidos a las cuentas corrientes bancarias de cada participante, haciendo llegar de esa forma los beneficios económicos asociados a los valores anotados en la cuenta de valores en garantía a sus titulares materiales (Secc. E.5 letra b)i) NF).

La sustitución y el retiro

Los instrumentos financieros en garantía con cambio de titularidad deben mantenerse «en todo momento» anotados en las cuentas de valores en garantía de una sociedad administradora (NCG 258.XI.2 y Secc. E.1.II y E.1.III.xx NF). Con todo, los participantes pueden sustituirlos si depositan otros valores en las cuentas de garantías correspondientes, pudiendo retirar el excedente en los términos que se explicará seguidamente (Secc. E.4.VI NF).

Un participante puede solicitar el retiro de instrumentos financieros en garantía a través del sistema de información de la CCLV al participante. Esta solicitud será aceptada por la sociedad administradora si no se está realizando un proceso de verificación de garantías y existen valores en exceso por parte de ese participante. La información sobre la existencia del referido exceso se comunica por la CCLV a través de los sistemas de información.

La aceptación del retiro por la CCLV genera el envío de archivos de transferencias al DCV con los movimientos de valores, a fin de que se abonen en la cuenta de valores del participante las cantidades de instrumentos financieros correspondientes, quedando de esa forma bajo su titularidad plena.

El registro y la certificación de garantías

Como antes se indicó, una sociedad administradora debe llevar un registro de las garantías (artículo 28 LSCLIF). En concreto, una sociedad administradora debe contar con sistemas de información donde conste la descripción detallada de las garantías enteradas por cada participante y para cada sistema de compensación y liquidación a cargo de la sociedad administradora, así como el estado de cuenta, los movimientos, depósitos y retiros en las respectivas cuentas (Secc. E.6.II-III NF).

Esta información no es posible obtenerla de una empresa de depósito de valores. La razón es que las cuentas de valores en garantía a nombre de una sociedad administradora no permiten conocer qué participantes han constituido esas garantías, pues desde el punto de vista de la empresa depositaria de valores, la CCLV es la

titular contable de todos los valores anotados en sus cuentas de valores en garantía. Desde un punto de vista puramente operativo, la cuenta de valores en garantía en el DCV puede configurarse como una cuenta de depositante o bien como una cuenta de mandante grupal, pues en ambas el dato relevante es la ignorancia de la empresa de depósito de valores de quienes son (si existen) los sujetos beneficiarios de los valores anotados en la cuenta de valores. En la práctica, hasta donde nos hemos podido informar, la cuenta de valores en garantías opera como una cuenta de mandante grupal (numeral 8.2.2 RegIntDCV) y, por consiguiente, la información acerca del detalle de la misma queda en la esfera exclusiva de la CCLV a través del registro de garantías.³⁸

La conclusión anterior es precisamente el presupuesto de la especial regulación del registro de garantías contenido en la LSCLIF. Dado que a nivel de la empresa de depósito de valores no existe información del origen de los valores anotados a favor de la CCLV, la identidad de los participantes, así como la cantidad y tipo de instrumentos financieros enterados en garantías con cambio de titularidad consta en el registro de garantías de la CCLV.

Precisamente por lo anterior, la sociedad administradora es la única al tanto de los instrumentos financieros en garantía y, por esa razón, está facultada para emitir certificados de la información contenida en el registro de garantías. A efectos de la irrevocabilidad y de la existencia de un patrimonio de afectación, un certificado emitido por la sociedad administradora constituirá plena prueba, tanto entre las partes como frente a terceros, respecto de la existencia de la garantía, de los bienes comprendidos en ella, la fecha de su constitución, y las obligaciones y montos garantizados (artículo 28.II LSCLIF).³⁹

38. Desde un punto de vista estrictamente jurídico (no operativo) la calificación de la cuenta de valores en garantía como una cuenta de mandante grupal puede objetarse en cuanto en ella no aparecen valores de dos o más mandantes. Los «mandantes» son «quienes en virtud de un mandato, encomiendan a un depositante, depositar valores en la empresa [de depósito de valores], en los términos y condiciones que en el mismo se establezca» (artículo 26.II Reglamento LEDV). Un participante no confiere a la CCLV un mandato para «depositar» en el DCV los valores objeto de una garantía con cambio de titularidad. La garantía con cambio de titularidad es la forma de cumplir una obligación del participante de origen legal (artículo 26.I LSCLIF), cuyos efectos jurídicos son establecidos imperativamente por la LSCLIF y la respectiva normativa de desarrollo (artículo 26.III LSCIF y Secc. E NF). Adicionalmente, debiera aplicarse a los participantes el (deficiente) régimen establecido en la legislación sobre empresas de depósito de valores a favor de los mandantes, lo cual aparece innecesario ante la existencia de un régimen propio de los participantes establecido en la LSCLIF y su normativa de desarrollo. Por todo lo anterior, si bien operativamente la opción por abrir una cuenta de mandante grupal puede ser operativamente conveniente, es jurídica cuestionable.

39. Guzmán entiende que el referido certificado constituye un título ejecutivo (Guzmán, 2012: 136). Ello supone resolver afirmativamente la cuestión de si para llevar adelante una ejecución extrajudicial es necesario un título ejecutivo, lo cual no es claro.

La realización de la garantía

Las garantías a favor de una sociedad administradora (con o sin cambio de titularidad) pueden ejecutarse «sin necesidad de intervención judicial» (artículo 29.I LSCLIF). De acuerdo con las normas de funcionamiento, dicha ejecución consistirá en la venta de los instrumentos financieros. Esta operación se realizará en virtud de una instrucción de la CCLV a uno o más corredores para ejecutar la venta a través del mercado bursátil a la brevedad y hasta por la suma necesaria para cubrir «el saldo de efectivo faltante, las obligaciones con la CCLV y las multas por concepto de incumplimiento» (Secc. E.7.III NF).

Si bien, a primera vista, la facultad del titular del pignoratorio de ejecutar la garantía sin forma de juicio puede parecer excesiva, ésta se justifica en la finalidad de las garantías: cubrir con el precio de la venta la liquidación de sus «saldos y/o posiciones incumplidas o para financiar las opciones para resolver el incumplimiento de valores» (Secc. E.7.I NF). De existir un remanente tras la realización de las garantías, éste será entregado a quien corresponda: al propio participante o al liquidador, si respecto del participante incumplidor se ha iniciado un procedimiento concursal de liquidación (artículo 29.III LSCLIF).

Con todo, podría entenderse que la figura en estudio viola la prohibición de pacto comisorio, establecida en nuestro Código Civil en los términos siguientes: «Tampoco podrá estipularse [en el contrato de prenda] que el acreedor tenga la facultad de disponer de la prenda o de apropiársela por otros medios que los aquí señalados» (2397. II Cc.).

La sanción por la infracción a la prohibición de pacto comisorio es la nulidad absoluta por objeto ilícito (Wegmann, 2009: 106). Con todo, son varias las razones para rechazar la aplicación de la norma antes transcrita. Primeramente, en la garantía en estudio la sociedad administradora goza de la facultad de disponer de la garantía (ex artículo 29.I LSCLIF), lo cual —junto con negarse legalmente su carácter prendario— basta para excluir la aplicación de la prohibición de pacto comisorio en razón de existir una norma legal especial. A mayor abundamiento, tampoco es correcto calificar de pacto comisorio el régimen en estudio, no sólo por venir imperativamente impuesto a las partes, sino por carecer del tinte abusivo característico del pacto de comisorio consistente en la apropiación por parte del pignoratorio de la cosa entregada en prenda cuyo valor es superior a la deuda garantizada, de modo que la operación esconde una usura o genera un detrimento patrimonial al dueño del bien prendado (Goldenberg, 2010: 9). Pues bien, en la figura en estudio esos riesgos están conjurados merced la venta a través del mercado bursátil y, por consiguiente, la existencia de un precio objetivo de venta de los instrumentos financieros, que en caso de resultar excedentario, será restituido al participante el remanente. De esa forma, el participante queda tutelado frente al eventual abuso del poder de disposición con-

ferido legalmente a la sociedad administradora. Se acerca, entonces, esta regulación a lo que la doctrina denomina «pacto marciano», cuya validez no es puesta en duda por la doctrina, en razón de existir una justa estimación del valor del bien en garantía y, en consecuencia, ausencia de abuso por parte del pignoratario-enajenante.⁴⁰

Mirada ahora la regla desde la perspectiva de la mitigación del riesgo sistémico, la ejecución extrajudicial de las garantías permite una rápida reacción de la sociedad administradora a fin de obtener los recursos necesarios para subsanar el incumplimiento del participante y, de esa forma, contener la irradiación de ese incumplimiento puntual a otros participantes del sistema. Se trata de otra herramienta destinada a mitigar el riesgo sistémico vinculado a un sistema de compensación y liquidación de instrumentos financieros.

Conclusión

A lo largo de este estudio, hemos podido comprobar las afirmaciones siguientes:

a) la LSCLIF establece un tipo especial de garantía consistente en la transferencia de instrumentos financieros con fines de garantía (garantía con cambio de titularidad);

b) la naturaleza jurídica de una garantía con cambio de titularidad es la de una fiducia-garantía de origen legal;

c) la garantía con cambio de titularidad sobre instrumentos financieros es irrevocable, forma un patrimonio de afectación y puede ser ejecutada extrajudicialmente, todo lo cual contribuye a dotarla de una gran eficacia como caución; y

d) todas las propiedades antes mencionadas de la garantía con cambio de titularidad están enderezadas, en último término, a mitigar el riesgo sistémico connatural a los sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros.

Referencias

- CABALLERO, Guillermo (2010). «Contribución al estudio de la naturaleza jurídica de los valores anotados». En Juan Carlos Sáenz García de Albizu, Fernando Oleo Bannet y Aurora Martínez Flórez (coordinadores), *Estudios del derecho mercantil: en memoria del profesor Aníbal Sánchez Andrés* (pp. 1187-1224). Navarra: Aranzadi.
- . (2010). *La adquisición a non domino de valores anotados en cuenta*. Madrid: Civitas.
- . (2016). *La custodia en el mercado de valores: de los títulos de crédito a los valores anotados en cuenta*. Santiago: Thomson Reuters
- CÁMARA LAPUENTE, SERGIO (2003). «El trust y la fiducia: posibilidades para una

40. En este sentido, Canosa (2009: 677).

- armonización europea». En Sergio Cámara Lapuente (coordinador), *Derecho privado europeo* (pp. 1099-1172). Madrid: Colex.
- CANOSA, Ulises (2009). «El pacto comisorio». En Mauricio Tapia Rodríguez (director), *Estudios sobre garantías reales y personales*. Santiago: Jurídica de Chile.
- CASTELLANOS, María José (2017). «Las entidades de contrapartida central: aspectos fundamentales de su operativa y disciplina jurídica». En Aurora Martínez Flórez, Francisco Garcimartín Alférez y Andrés Recalde Castells (directores), *La reforma al sistema de poscontratación en los mercados de valores* (pp. 187-251). Navarra: Thomson Reuters.
- DE CASTRO Y BRAVO, Federico (1985). *El negocio jurídico*. Madrid: Civitas.
- ESCOBAR, Luis (1959). *El mercado de valores*. Santiago: Del Pacífico.
- FIGUEROA, Gonzalo (2008). *El patrimonio*. 3.ª ed. Santiago: Jurídica de Chile.
- GARRIGUES, Joaquín (1955). *Negocios fiduciarios en derecho mercantil*. Madrid: Civitas.
- GOLDENBERG, Juan Luis (2010). «Formas de perfeccionamiento y mecanismos de realización de la prenda sobre créditos». *Revista Chilena de Derecho Privado*, 14: 41-68. DOI: [10.4067/S0718-8072010000100002](https://doi.org/10.4067/S0718-8072010000100002).
- GÓMEZ-SANCHA, Ignacio (2006). «Situación actual y perspectivas de la regulación comunitaria sobre registro, compensación y liquidación de valores». En *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos* (pp. 139-162).
- . (2005). «Notas de actualidad sobre el marco jurídico de los sistemas de registro, compensación y liquidación de valores». En José María Beneyto Pérez y Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas (coordinadores), *El espacio financiero único en la Unión Europea: los mercados de valores* (pp. 242-291). Madrid: Marcial Pons.
- GUZMÁN, Alejandro (2012). «Las garantías en el contrato de préstamo de valores». *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, 39: 115-137. Disponible en <https://bit.ly/2W85Pbo>.
- KEIJSER, Thomas (2006). *Financial Collateral Arrangements*. Deventer: Kluwer.
- LEÓN SANZ, Francisco (2017). «Contratación y poscontratación en los mercados de valores: un sistema especial de transmisión de valores». En Aurora Martínez Flórez, Francisco Garcimartín Alférez y Andrés Recalde Castells (directores), *La reforma al sistema de poscontratación en los mercados de valores* (pp. 43-72). Navarra: Aranzadi.
- LÖBER, Klaus (2014). «Regulation, Supervision, and Oversight». En Thomas Keijser (editor), *Transnational Securities Law*. Oxford: Oxford University Press.
- LYCZKOWSKA, Karolina (2013). *Garantías financieras*. Madrid: Civitas.
- PEÑAILILLO, Daniel (2010). «La confianza en derecho privado. La fiducia en el derecho chileno». *Revista de Derecho Universidad de Concepción*, 227-228: 7-59. Disponible en <https://bit.ly/2wpazmP>.

SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal (2008). «La bolsa de valores como forma de mercado y como pieza del sistema financiero». En Juan Carlos Sáenz García de Albizu, Fernando Oleo Banet y Aurora Martínez Flórez (editores), *Estudios jurídicos sobre el Mercado de Valores* (pp. 909-935). Navarra: Aranzadi.


SCHWARCZ, Steven (2008). «Systemic Risk». *The Georgetown Law Journal*, 97 (1): 193-249. Disponible en <https://bit.ly/2WblYG7>.

SERICK, Rolf (1990). *Garantías mobiliarias en derecho alemán*. Madrid, Tecnos.

WEGMANN, Adolfo (2009). «Algunas consideraciones sobre la prohibición del pacto comisorio y el pacto marciano». *Revista Chilena de Derecho Privado*, 13: 95-122.

DOI: [10.4067/S0718-80722009000200002](https://doi.org/10.4067/S0718-80722009000200002).

Sobre el autor

Guillermo Caballero Germain es abogado, doctor en Derecho por la Universidad Autónoma de Madrid y profesor asistente de Derecho Comercial de la Universidad de Chile. Su correo electrónico es gcaballero@derecho.uchile.cl.  <https://orcid.org/0000-0002-9538-3029>.

REVISTA DE ESTUDIOS DE LA JUSTICIA

La *Revista de Estudios de la Justicia* es publicada, desde 2002, dos veces al año por el Centro de Estudios de la Justicia de la Facultad de Derecho de la Universidad de Chile. Su propósito es contribuir a enriquecer el debate jurídico en el plano teórico y empírico, poniendo a disposición de la comunidad científica el trabajo desarrollado tanto por los académicos de nuestra Facultad como de otras casas de estudio nacionales y extranjeras.

DIRECTOR

Álvaro Castro
(acastro@derecho.uchile.cl)

SITIO WEB

rej.uchile.cl

CORREO ELECTRÓNICO

cej@derecho.uchile.cl

LICENCIA DE ESTE ARTÍCULO

Creative Commons Atribución Compartir Igual 4.0 Internacional



La edición de textos, el diseño editorial
y la conversión a formatos electrónicos de este artículo
estuvieron a cargo de Tipografía
(www.tipografica.cl).