

Entidad de contrapartida central: modernizando la posnegociación de VALORES

DELIA RUIZ* Y MARÍA ELENA SANTILLÁN**

En este artículo se describe el rol de las entidades de contrapartida central (ECC) como mecanismos clave para reducir riesgos, mejorar la eficiencia y fortalecer la confianza en los mercados de valores. A partir de experiencias internacionales y del proyecto regional Nuam Exchange, se exploran los beneficios y desafíos de implementar una ECC en el Perú. Su adopción marcaría un cambio estructural en la infraestructura financiera, alineando al país con estándares globales e impulsando la integración regional.



* Especialista, Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP
delia.ruiz@bcrp.gob.pe



** Especialista, Departamento de Análisis de Infraestructuras Financieras del BCRP
mariaelena.santillan@bcrp.gob.pe

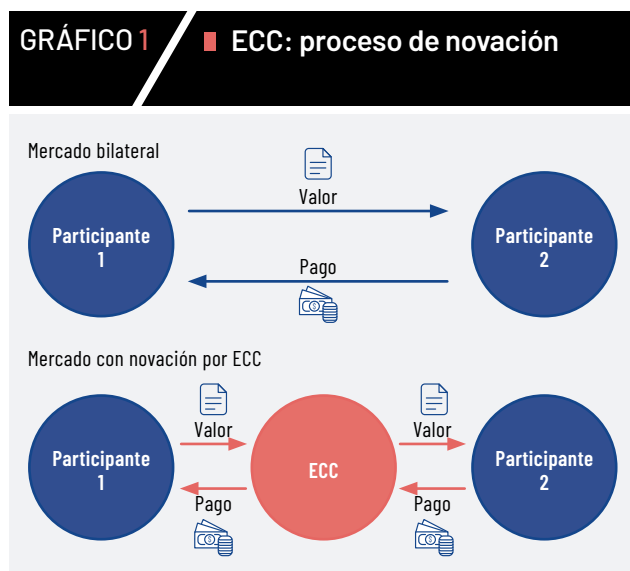
INTRODUCCIÓN

El artículo presenta un primer análisis sobre la inclusión de una entidad de contrapartida central (ECC) en el mercado de valores peruano, considerando la experiencia internacional y los potenciales beneficios y desafíos para el mercado de capitales. En la región, la iniciativa de Nuam Exchange —que integra las bolsas de Chile, Colombia y Perú— busca modernizar la infraestructura financiera mediante la implementación de una ECC. A nivel global, este modelo es estándar en los principales centros financieros, donde facilita la gestión de garantías y el neteo de posiciones bajo lineamientos del Bank for International Settlements (BIS) y la International Organization of Securities Commissions (IOSCO). Su adopción en el Perú marcaría un paso decisivo hacia la modernización del sistema de valores, con beneficios potenciales en términos de confianza, estabilidad y crecimiento.

¿QUÉ ES UNA ECC Y POR QUÉ ES RELEVANTE SU ADOPCIÓN?

En una operación bursátil tradicional, la seguridad de la transacción depende de qué tanto el comprador como el vendedor honren sus compromisos. Este esquema bilateral implica que un incumplimiento de cualquiera de las partes puede generar pérdidas y afectar la confianza del mercado. Una ECC surge precisamente para mitigar el riesgo de contrapartida: se coloca en el centro de la operación y actúa como comprador frente a todos los vendedores y como vendedor frente a todos los compradores (CPSS-IOSCO, 2012).

Este mecanismo, conocido como novación, asegura que las obligaciones se mantengan vigentes aun si una de las partes incumple (Gráfico 1). En la práctica, la ECC asume la responsabilidad de la operación, gestiona garantías y concentra los procesos de compensación y liquidación, lo que reduce la exposición al riesgo de contraparte y fortalece la estabilidad del sistema (Duffie y Zhu, 2011).



ELABORACIÓN PROPIA.

En una ECC, los miembros compensadores (participantes directos) interactúan directamente con la entidad, asumiendo responsabilidades de margen y cumplimiento, mientras que sus clientes (participantes indirectos) dependen de ellos para procesar sus operaciones (BIS, 2021). Aunque la ECC centraliza gran parte de las transacciones, persisten operaciones *over-the-counter* (OTC) que se mantienen bilaterales, ya sea por las características de los instrumentos o por la necesidad de flexibilidad en la negociación.

Para mitigar riesgos, la ECC utiliza márgenes de garantía —aportes individuales para cubrir pérdidas potenciales— y fondos de garantía, como respaldo colectivo ante incumplimientos. Estos mecanismos conforman los anillos de seguridad (*default waterfall*), una secuencia ordenada de recursos que permite contener y distribuir las pérdidas sin comprometer al sistema (EMIR, 2012).

Además de su función de gestión de riesgos, la ECC mejora la eficiencia del mercado al netear posiciones, estandarizar procesos y crear un entorno más predecible para todos. Con ello se reducen costos de transacción, aumenta la liquidez y se refuerza la confianza en el mercado (Rehlon y Nixon, 2013).

COMPARACIÓN INTERNACIONAL

La experiencia internacional muestra que las ECC se han convertido en un componente esencial de los mercados de valores modernos.

En los países desarrollados, su rol ha sido principalmente reforzar la estabilidad y la eficiencia del mercado de valores. Por ejemplo, en Estados Unidos, existen varias cámaras especializadas: una compensa derivados; otra, acciones; y otra, bonos del Tesoro. En Europa, instituciones como LCH y Eurex son referentes en derivados de tasas de interés y renta fija. En Japón, la JSCC se encarga de los *swaps* en yenes. En todos estos casos, las ECC ayudan a reducir riesgos, abaratar costos y mejorar la liquidez del mercado (Rehlon y Nixon, 2013; Duffie y Zhu, 2011).

En los mercados emergentes, además de reducir riesgos, las ECC han sido claves para construir confianza, desarrollar y formalizar los mercados locales. En Brasil, la B3 integró la compensación de varios segmentos en una sola plataforma. En México, Asigna fortaleció el mercado de derivados al aplicar estándares internacionales de gestión de riesgos. En Argentina, ROFEX impulsó el desarrollo de futuros agroindustriales (CCP Global, 2023). Adicionalmente, Chile y Colombia ya cuentan con modelos que sirven como referencia para el caso peruano (Cuadro 1).

Chile mantiene un modelo más centralizado y con fuertes requerimientos de solvencia para sus participantes, mientras que Colombia ha optado por una mayor amplitud en los productos cubiertos y en los mecanismos de liquidez. El reto para Perú será aplicar las lecciones aprendidas a la realidad local (SMV, 2023).

CUADRO 1 ■ ECC de Chile y Colombia

| País (ECC) | Entidades de contrapartida central |
|-----------------|--|
| Chile (CCLV) | La Cámara de Compensación y Liquidación de Valores (CCLV) opera como contraparte central para acciones y derivados que se negocian en bolsa, y administra la compensación y liquidación de otros instrumentos financieros (renta fija, intermediación financiera y operaciones simultáneas). En el proceso de liquidación, la CCLV instruye al Depósito Central de Valores (DCV) únicamente los movimientos de valores a nivel de participantes, mientras que mantiene la relación directa con el Banco Central de Chile al instruir los movimientos de fondos. La CCLV exige márgenes de garantía, mantiene fondos de respaldo y opera bajo principios de segregación de cuentas, lo que le permite cumplir con los estándares internacionales de gestión de riesgos. |
| Colombia (CRCC) | La Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) actúa como contraparte en operaciones de renta variable, derivados y divisas. En el proceso de compensación y liquidación, la CRCC calcula los netos en fondos y valores y emite las instrucciones correspondientes al Depósito Centralizado de Valores (Deceval) para el movimiento de fondos y valores entre los participantes. La regulación colombiana establece exigencias de capital, comités de riesgo independientes y mecanismos de liquidez intradía con el Banco de la República, lo que contribuye a la solidez de la cámara. |

ELABORACIÓN PROPIA.

Los estándares fijados por el BIS y la IOSCO enfatizan la importancia de que las ECC cuenten con reglas claras de gestión de incumplimientos, recursos suficientes para enfrentar escenarios de estrés y mecanismos de transparencia hacia los participantes (CPSS-IOSCO, 2012; IOSCO; BIS, 2017). Estas prácticas internacionales constituyen la referencia para que el mercado peruano asegure que su ECC no solo funcione de manera eficiente en el ámbito doméstico, sino que también sea interoperable con las de otros países y confiable para los inversionistas internacionales.

No obstante, como toda infraestructura financiera, una ECC enfrenta riesgos específicos que deben gestionarse conforme a los Principios para las Infraestructuras del Mercado Financiero (PFMI) del BIS-IOSCO, estándar internacional para su mitigación (CPSS-IOSCO, 2012). Entre los principales riesgos figuran el legal, por la falta de un marco normativo sólido; el de gobernanza, por estructuras ineficientes; y los de crédito y

liquidez, ante incumplimientos o escasez de fondos. También destacan los riesgos de mercado y colateral, ligados a la volatilidad y calidad de las garantías; el operacional, por fallas en sistemas; y el de concentración, por dependencia en pocos actores. Además, la ECC debe gestionar riesgos de liquidación, interoperabilidad, custodia, acceso y transparencia. Un marco normativo sólido es esencial para establecer salvaguardas adecuadas (IOSCO; BIS, 2017).

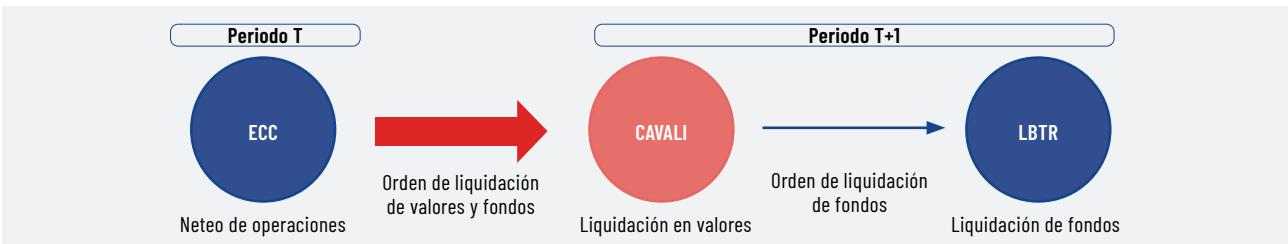
LA ECC EN EL MARCO DE NUAM EXCHANGE

La integración bursátil de Chile, Colombia y Perú a través de Nuam Exchange contempla, además de una plataforma común de negociación, el fortalecimiento de la etapa de posnegociación. En este ámbito, la creación de una ECC en Perú y su homologación con las ECC de Chile y Colombia sería un paso necesario para estandarizar procesos y reducir riesgos en un mercado regional que funcionará de manera resiliente.

En el caso peruano, la ECC complementaría la infraestructura actual del Registro Central de Valores y Liquidaciones (CAVALI), asumiendo el rol de contraparte en las operaciones bursátiles y encargándose de la compensación de posiciones, así como de la gestión de riesgos, retrasos e incumplimientos. Por su parte, CAVALI mantendría la responsabilidad del registro, la custodia y la liquidación final de los fondos y valores.

De acuerdo con el documento informativo¹ publicado por Nuam, el modelo operativo plantea la posibilidad de transitar hacia un esquema T+1, alineado con los estándares internacionales, en el cual la entrega de valores y el pago de efectivo se efectuarían el día hábil siguiente a la negociación. Sin embargo, su implementación dependerá de las condiciones operativas y regulatorias del mercado peruano, que actualmente liquida en un plazo T+2. En este marco, la ECC netearía las posiciones de los participantes y enviaría una instrucción de liquidación diaria a CAVALI, que canalizaría los fondos a través del Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real (LBTR) del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) (Gráfico 2). Así, los movimientos de fondos se realizarían en cuentas mantenidas en el banco central, fortaleciendo la seguridad y solidez del sistema (CPSS-IOSCO, 2012; BIS, 2021).

GRÁFICO 2 ■ Modelo de liquidación en T+1



ELABORACIÓN PROPIA.

1 Implementación de la Nueva Plataforma de Software de las Entidades de Contraparte Central para el segmento de Renta Variable (Nuam Exchange, 2024).

La Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), como autoridad supervisora y reguladora del mercado de valores, se encuentra evaluando la adecuación normativa necesaria para la implementación de la ECC de Perú y la Integración Regional.

Un componente adicional del proyecto es la propuesta de interoperabilidad entre las ECC de los tres países, que permitiría a los inversionistas acceder a valores de Chile, Colombia y Perú a través de sus infraestructuras locales. En la práctica, cada ECC actuaría como representante de sus miembros ante las cámaras de los otros países (Gráfico 3), facilitando las operaciones transfronterizas bajo reglas homogéneas y brindando mayor seguridad jurídica mediante el reconocimiento contractual recíproco entre las entidades.

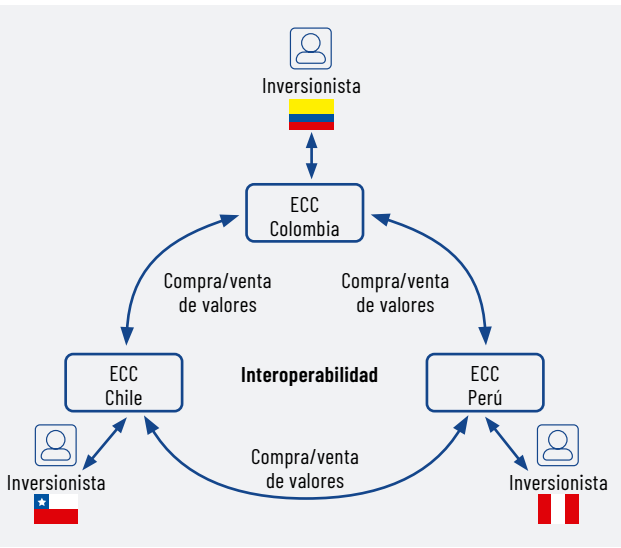
BENEFICIOS ESPERADOS PARA EL MERCADO PERUANO

La creación de una ECC en Perú representaría un cambio estructural en la forma en que se compensan y liquidan las operaciones bursátiles. Sus potenciales aportes no se limitarían a aspectos técnicos, sino que abarcarían dimensiones de seguridad, eficiencia, integración e incluso de competitividad regional (BIS, 2021; CPSS-IOSCO, 2012).

RETOS Y DESAFÍOS DE IMPLEMENTACIÓN

Si bien los beneficios de contar con una ECC en Perú son evidentes, su implementación enfrenta una serie de desafíos. Superar estos retos será clave para que la ECC cumpla adecuadamente su función en el mercado local y en el proceso de integración regional (FSB, 2017; CAVALI, 2023; BIS, 2021; CPSS-IOSCO, 2012). Los desafíos más relevantes se detallan en el Cuadro 3.

GRÁFICO 3 ■ Interoperabilidad entre los miembros de Nuam Exchange



ELABORACIÓN PROPIA.

COMENTARIOS FINALES

La creación de una ECC en el Perú representaría un cambio significativo en la estructura del mercado de capitales peruano. La experiencia internacional muestra que este tipo de infraestructura se ha convertido en un estándar para reducir riesgos y fortalecer la confianza de los agentes económicos en el mercado de valores. En el caso de los mercados emergentes, una ECC tiene el potencial de promover el desarrollo y la profundización del mercado de valores.

Una ECC tiene como beneficios mitigar el riesgo de contraparte y reforzar la estabilidad del mercado

CUADRO 2 ■ Beneficios esperados en la implementación de una ECC

| |
|--|
| Reducción del riesgo de contraparte |
| La ECC se interpone entre las partes y garantiza el cumplimiento de las operaciones, evitando interrupciones y manteniendo la confianza del mercado ante posibles incumplimientos. |
| Fortalecimiento de la estabilidad financiera |
| Su estructura de <i>default waterfall</i> permite absorber pérdidas de forma ordenada, reduciendo la posibilidad de contagio y riesgo sistémico. |
| Alineamiento con estándares internacionales y atracción de inversión institucional |
| Cumple con las recomendaciones del BIS e IOSCO, fortaleciendo la transparencia y credibilidad del mercado peruano, lo que atrae a inversionistas institucionales. |
| Eficiencia operativa y en uso de recursos |
| El neteo multilateral disminuye costos y libera liquidez, además de reducir riesgos operativos y facilitar la supervisión al centralizar información. |
| Impulso al desarrollo de nuevos productos |
| Facilita la creación de instrumentos más complejos, como derivados financieros, ampliando las opciones de inversión y cobertura. |
| Mayor liquidez y dinamismo del mercado |
| La reducción del riesgo y mayor seguridad jurídica fomentan la participación de más inversionistas y mejoran la formación de precios. |
| Integración regional más efectiva |
| En el marco de Nuam Exchange, la interoperabilidad de las ECC de Chile, Colombia y Perú permitiría armonizar procesos y fortalecer la competitividad regional. |

ELABORACIÓN PROPIA.

de valores. Su implementación también responde a la necesidad de alinearse con principios internacionales, generar mayor eficiencia operativa y ofrecer un entorno más competitivo para inversionistas y emisores.

El éxito de la implementación y sostenibilidad de una ECC en el Perú dependerá de resolver los retos

normativos, tecnológicos e institucionales, así como de asegurar su sostenibilidad económica y solidez frente a riesgos sistémicos. Solo con una base robusta y confiable podrá convertirse en un verdadero pilar de estabilidad y desarrollo para el mercado de valores local y de la participación de la bolsa peruana en Nuam.

CUADRO 3 ■ Desafíos en la implementación de una ECC

Adecuación normativa

La implementación de una ECC requiere revisar y ajustar el marco normativo vigente para integrarla al mercado sin duplicar funciones con CAVALI ni generar vacíos que afecten la seguridad jurídica. Una regulación clara y coherente será esencial para fortalecer la confianza en el nuevo esquema.

Coordinación institucional

Su implementación exigirá trabajo conjunto entre la SMV, Nuam, SAB y demás actores del mercado.

Inversión tecnológica

La ECC demandará plataformas robustas y seguras para compensar y liquidar operaciones en tiempo real, con altos estándares de ciberseguridad e interoperabilidad regional.

Impacto en los participantes del mercado

Las SAB deberán adaptar procesos y sistemas para cumplir con márgenes, horarios y nuevas exigencias de gestión de riesgos, lo que implicará costos, pero también mayor profesionalización.

Armonización regional

La interoperabilidad con las ECC de Chile y Colombia requerirá alinear marcos normativos y operativos, superando diferencias regulatorias y de acceso a sistemas de pago.

Construcción de confianza

El éxito del nuevo esquema dependerá de la confianza de los participantes, sustentada en la transparencia y eficacia de los mecanismos de gestión de riesgos y liquidación.

ELABORACIÓN PROPIA.

REFERENCIAS

- **Bank for International Settlements (2021).** Central Counterparties: An overview of risks and risk management. Basel: Committee on Payments and Market Infrastructures. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d198.htm>
- **CAVALI (2023).** Memoria anual 2023. <https://www.cavali.com.pe/userfiles/ckfinder/files/Memoria%20CAVALI%202023.pdf>
- **Committee on Payment and Settlement Systems & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2004).** Recommendations for Central Counterparties. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d64.htm>
- **Committee on Payment and Settlement Systems & Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions (2012).** Principles for Financial Market Infrastructures. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d101a.pdf>
- **Duffie, D., & Zhu, H. (2011).** Does a central clearing counterparty reduce counterparty risk? *The Review of Asset Pricing Studies*, 1(1), 74–95. <https://doi.org/10.1093/rapstu/rar001>
- **European Union (2012).** Regulation (EU) No 648/2012 of the European Parliament and of the Council of 4 July 2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories. Official Journal of the European Union, L 201, 1–59. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32012R0648>
- **Financial Stability Board (2015).** Public quantitative disclosure standards for central counterparties. <https://www.fsb.org/2015/02/public-quantitative-disclosure-standards-for-central-counterparties/>
- **Financial Stability Board (2017).** Guidance on central counterparty resolution and resolution planning. <https://www.fsb.org/2017/07/guidance-on-central-counterparty-resolution-and-resolution-planning/>
- **International Organization of Securities Commissions & Bank for International Settlements (2017).** Recovery of financial market infrastructures. <https://www.bis.org/cpmi/publ/d162.pdf>
- **Nuam Exchange (2024).** Implementación de la nueva plataforma de software de las entidades de contraparte central para el segmento de renta variable [Versión 1]. <https://servicioscms.bolsadesantiago.com/HoldingRegional/Documentos%20compartidos/Impactos%20Proyecto%20Interoperabilidad%20ECCs.pdf>
- **Rehlon, A., & Nixon, D. (2013).** Central counterparties: what are they and why do they matter? *Quarterly Bulletin* 2013 Q2, 53(2), 147–156. Bank of England. <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/2013/central-counterparties-what-are-they-why-do-they-matter-and-how-does-the-boe-supervise-them.pdf>
- **Superintendencia del Mercado de Valores (2023).** Plan Estratégico Institucional 2023–2026. <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/Informe%20de%20Evaluaci%C3%B3n%202025%20-%201%20Semestre.pdf>
- **The Global Association of Central Counterparties (2023).** 2022 Annual Markets Review in Central Counterparty Clearing. https://ccp-global.org/sites/default/files/2025-02/CCP12_AMR_2022-20230713-final.pdf