

# CONTRATOS DE DERIVADOS, OPERACIONES “REPO” Y COMPENSACIÓN EN EL PROCEDIMIENTO DE LIQUIDACIÓN, LEY N.º 20720.

## LA NORMA CONCURSAL COMO HERRAMIENTA DE ESTABILIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO Y SU (FALTA DE) RELACIÓN CON LOS FINES Y PRINCIPIOS DEL CONCURSO

### DERIVATIVE CONTRACTS, REPO TRANSACTIONS AND NETTING IN THE LIQUIDATION PROCEDURE, LAW NO. 20.720.

#### THE BANKRUPTCY RULE AS A TOOL FOR STABILIZING THE FINANCIAL SYSTEM AND ITS (LACK OF) RELATIONSHIP WITH THE PURPOSES AND PRINCIPLES OF BANKRUPTCY

9

Jequier-Lehuedé, Eduardo T.\*

#### RESUMEN

El trabajo que presentamos trata sobre un aspecto que, pese a su relevancia y efectos en un contexto de liquidación concursal, no ha sido abordado mayor-

---

\* Doctor en Derecho, Universidad de Valencia, España. Profesor titular Universidad San Sebastián, Facultad de Derecho y Ciencias Sociales, sede Santiago. Profesor de Derecho Comercial. Dirección postal: Bellavista n.º 7, Recoleta, Región Metropolitana, Chile. Correo electrónico: eduardo.jequier@uss.cl ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-8005-6685>.

Mis agradecimientos a Pablo Mattar Oyarzún, abogado jefe normativo del BC, por su valiosa colaboración.

Recepción: 2024-10-24; aceptación: 2025-01-30.

mente por la doctrina en Chile: el régimen especial de compensación de obligaciones surgidas de contratos de derivados, contemplado en el art. 140 de la Ley n.º 20720. Se busca definir qué es lo que se compensa concretamente; qué obligaciones son las que se aceleran, para permitir la compensación; en qué sentido se las considera como conexas entre sí; qué tipo de contratos son los que tolera específicamente este sistema y; en suma, qué función cumple en esto la norma concursal, como herramienta para el logro de fines extraconcursales.

**PALABRAS CLAVE:** contratos de derivados; operaciones REPO; compensación; liquidación concursal; sistema financiero

#### ABSTRACT

The work we present deals with an aspect that, despite its relevance and effects in a bankruptcy liquidation context, has not been addressed by the doctrine in Chile: the special regime of compensation of obligations arising from derivative contracts, contemplated in article 140 of Law No. 20,720. It seeks to define what is specifically compensated; what obligations are accelerated, to allow compensation; in what sense are they considered as interconnected; what type of contracts are specifically tolerated by this system and, in short, what role does the bankruptcy rule play in this, as a tool for achieving extra-bankruptcy purposes

**KEYWORDS:** derivative contracts; REPO transactions; set-off; bankruptcy liquidation; financial system

#### INTRODUCCIÓN

La LC chilena, reitera el mecanismo especial de compensación de operaciones con derivados, incorporado inicialmente por la Ley n.º 20190 (*D.O.* de 5 de junio de 2007), que modificó el art. 69 del derogado libro IV del *C. de Com.*, haciendo excepción –nuevamente– a la regla general contenida en el actual art. 140 inc. 1.º, para permitir las aun cuando no hubieren operado de pleno derecho antes de la dictación de la sentencia de liquidación.

Como fundamento para aquella reforma al *C. de Com.*, se señaló que la Ley de Quiebra (Ley n.º 18175, hoy derogada, incorporada al libro IV del *C. de Com.*, también derogado), no daba garantías de claridad para la operación de contratos de canje y derivados financieros, dado que el deudor fallido estaba impedido de realizar toda compensación a partir de la declaración

de quiebra y, por tanto, no podía su contraparte compensar las contracuentas cuando estas arrojaban saldos pasivos para el deudor, debiendo verificar sus créditos en el concurso<sup>1</sup>.

Para superar este vacío, la ley asimiló –y asimila– las operaciones con derivados a las “obligaciones conexas” a que se refiere el mencionado art. 140 inc. 1.º de la LC, creando con ello una verdadera preferencia en favor de los respectivos acreedores al permitir la compensación de los saldos netos resultantes de la liquidación anticipada –y acelerada– de los distintos contratos de derivados celebrados por unas mismas partes, en el contexto de los convenios marco del BC, a que nos referiremos *infra*.

Recientemente, además, la Ley n.º 2.641, que “fortalece la resiliencia del sistema financiero y sus estructuras” (D.O. de 30 de diciembre de 2023), incorporó al art. 140 inc. 2.º las denominadas operaciones “REPO”, asimilándolas también a las “obligaciones conexas” para permitir la aplicación de este régimen especial de compensaciones a aquellas obligaciones derivadas de dos o más contratos REPO celebrados entre unas mismas partes, previamente autorizados por la normativa del BC.

Este mecanismo especial de compensaciones, más que atender al interés patrimonial del deudor y de los acreedores individualmente considerados, está diseñado como una herramienta más del BC en su tarea de velar por la estabilidad financiera y el buen funcionamiento de los pagos internos y externos, en cuanto único organismo llamado a definir el tipo de contratos de derivados y REPO que podrán acceder a estos beneficios. Así se desprende, precisamente, de lo dispuesto en los arts. 116 n.º 11, 117 inc. 5.º y 136 inc. 4.º, todos de la LGB, lo que evidencia la concurrencia, en este caso, de un interés supra-individual y, con él, la necesidad de tutela de un bien jurídico que trasciende el puro interés individual recién mencionado.

Con todo, la eficacia de este arbitrio especial de aceleración de créditos y compensaciones, y el privilegio que supone, ha sido cuestionada por un sector de la doctrina especializada, como mecanismo estabilizador del merca-

<sup>1</sup> Así lo señala el Mensaje presidencial con el que se remitió el proyecto al Congreso Nacional. Para solucionar esta situación –agrega el Mensaje–: “se pretende establecer que el efecto de la declaración de la quiebra en contra de un fallido, en relación con los contratos de canje vigentes vinculados a una contraparte unitaria, deberán ser terminados a la fecha de la declaración de la quiebra y sus saldos de débito y crédito serán compensados automáticamente en forma universal para todos los contratos comprendidos bajo un solo modelo o contrato”, precisándose, luego, que no cualquier contrato tendría la aptitud de evitar la normal aplicación de los efectos de la quiebra, sino solo: “cuando se trate de contratos de canje de tasas de interés, monedas o divisas, u otros factores financieros o productos financieros amparados bajo un convenio maestro de compensación y contratación de instrumentos de canje y derivados aprobado por la Superintendencia de Valores y Seguros, quien podrá, además, regular la forma y procedimientos que deberán seguirse para ejecutar tales compensaciones”: BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL (2007), pp. 18-19.

do; a lo que suma que, por su complejidad, genera, además, algunas interrogantes en cuanto a su funcionamiento, que nos proponemos responder. En este sentido, y considerando que la operativa de los contratos de derivados supone *per se* un régimen de compensaciones propio y autónomo, que opera “intracontrato”: ¿qué es, entonces, lo que se compensa en virtud del art. 140 de la LC?; ¿en qué oportunidad se producen esas compensaciones?; ¿qué obligaciones conexas son las que se aceleran, para permitir la compensación?; ¿qué tipo de contratos son los que tolera específicamente este sistema y, en fin; ¿cómo opera este régimen de compensaciones entrecruzadas y superpuestas, ya sea en un escenario de liquidación concursal o de liquidación forzosa administrativa, según corresponda?.

A modo de hipótesis investigativa, entonces, sostenemos que el art. 140 de la LC constituye un arbitrio que, si bien se vale del derecho concursal, supera los fines que le son propios, en cuanto ordenamiento que busca mejorar la tasa de recuperación de créditos de modo tal que, al término del concurso, esta “sea mayor que la tasa de recuperación de créditos que pudieran haber recibido los acreedores a su inicio”<sup>2</sup>, considerando a los acreedores como un todo. Lejos de eso, la norma concursal actúa aquí como una herramienta más del BC, de cara al cumplimiento de su función de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, al crear un mecanismo complejo de compensaciones y, con ello, una preferencia en favor de determinados acreedores –bancos e inversionistas institucionales– cuyo fundamento debe buscarse más allá de los postulados y principios del derecho concursal, particularmente el de la *par contio creditorum*.

Para abordar este planteamiento, resulta indispensable realizar –primero– un estudio pormenorizado de las instituciones jurídicas concomitantes (obligaciones y contratos conexas, y operaciones con derivados), para articular a partir de allí las respuestas en torno a los fundamentos y fines de este nuevo arbitrio y a la concreta operativa que plantea aquí la ley, cuando señala:

“La Resolución de Liquidación impide toda compensación que no hubiere operado antes por el ministerio de la ley, entre las obligaciones recíprocas del Deudor y los acreedores, salvo que se trate de obligaciones conexas, derivadas de un mismo contrato o de una misma negociación y aunque sean exigibles en diferentes plazos”.

Definido lo anterior, se revisarán las normas reglamentarias del BC y sus antecedentes, que delimitan subjetiva y materialmente el ejercicio de este derecho de compensación, lo que permitirá identificar, a su vez, el objetivo

<sup>2</sup> CARRASCO (2018), p. 56.

que ha tenido aquí el legislador, al consagrar este verdadero derecho de preferencia, y la forma en que opera.

### I. BREVE REFERENCIA AL RÉGIMEN DE COMPENSACIÓN DE CRÉDITOS EN LA LEY N.º 20720

A modo contextual, y como punto de partida, debe observarse que una de las consecuencias que se derivan del efecto inmediato de la resolución de liquidación concursal, sobre fijación irrevocable de los derechos de los acreedores (art. 130 de la LC), consiste, precisamente, en la configuración del estatuto particular que contempla la LC respecto de las compensaciones que pudieren operar entre el deudor y sus acreedores, antes y después de la sentencia de liquidación.

Refiriéndose a este punto, el art. 140 de la Ley n.º 20720, modificado por la Ley n.º 21641 (*D.O.* de 30 de diciembre de 2023), distingue diversas situaciones:

- a) Compensaciones legales que no hubiere operado antes de la dictación de la sentencia de liquidación.

La regla general en esta materia consiste en que la sola dictación de la sentencia de liquidación

“impide toda compensación que no hubiere operado antes por el ministerio de la ley, entre las obligaciones recíprocas del Deudor y los acreedores”.

El razonamiento que subyace en este impedimento, respecto de las compensaciones legales o de pleno derecho (art. 1655 y ss. del *CC*), radica principalmente en el carácter universal del procedimiento concursal de liquidación, pues, siendo este el único en el que deben ser invocadas y atendidas todas las obligaciones del deudor, en igualdad de condiciones, no pueden admitirse otros mecanismos extintivos extraconcurso, para sustraerse precisamente a sus efectos. Dicho de otra forma, y como apunta Ricardo Sandoval, si se permitiera operar una compensación con posterioridad a la resolución de liquidación,

“estaríamos quebrantando el principio de fijación irrevocable de los derechos de los acreedores, ya que implicaría una especie de pago preferencial al acreedor o acreedores que se valen de la compensación y, por lo mismo, una violación del principio de la *par conditio creditorum*”<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> SANDOVAL (2015), p. 189.

Juan Esteban Puga, por su parte, relaciona esta regla de inhibición de las compensaciones legales con el efecto del desasimio, que asimila a la figura del embargo, agregando que la compensación no es más que un “pago ficticio, doble y recíproco”, que, por tanto, no puede operar una vez dictada la resolución de liquidación<sup>4</sup>.

La regla del art. 140 debe abordarse, además, en armonía con lo que dispone el art. 250 de la LC, que se refiere al tratamiento de la deuda que registra un acreedor para con el deudor sujeto a liquidación concursal, sin que hubiere operado antes la compensación. En tales casos –dice la norma– “las sumas que le correspondan a dicho acreedor se aplicarán al pago de su deuda, aunque no estuviere vencida”, lo que constituye una norma especial que da pie, además, a una excepción adicional que no está contemplada en el art. 140. Lo que se plantea aquí, a fin de cuentas, es la extinción total o parcial del crédito del acreedor, hasta por el monto de una deuda recíproca no vencida que este mantiene para con el Deudor, la que se hace exigible *ex lege* para estos efectos, aun cuanto el pacto que le da origen establezca un plazo de vencimiento aún pendiente en favor del primero. De esta forma, la resolución de liquidación no solo hace actualmente exigibles todas las obligaciones pendientes del deudor, como ya se ha dicho, sino, también, estas de que trata el art. 250, que recaen en un acreedor cuya deuda se hace anticipadamente exigible más allá de los casos de caducidad que regula el art. 1496 del CC, pese a que este no se encuentra sometido a dicho régimen concursal de liquidación.

b) Compensación y obligaciones conexas.

El art. 140 de la LC contempla, también, algunas excepciones, que autorizan la compensación una vez dictada la sentencia de liquidación cuando se trate de *obligaciones conexas*, esto es, “derivadas de un mismo contrato o de una misma negociación y aunque sean exigibles en diferentes plazos”, lo que hace necesario analizar, por tanto, la figura de los contratos conexos y, a partir de ahí, aquella figura asimilada de los contratos de derivados y REPO a que se refiere la misma disposición.

## II. OBLIGACIONES CONEXAS: CONCEPTO Y ELEMENTOS

Del texto del art. 140 de la LC se desprende, entonces, que, por excepción, la compensación puede operar después de la sentencia de liquidación respecto de obligaciones “obligaciones conexas”, esto es, de aquellas que se en-

<sup>4</sup> PUGA (2014), pp. 404-405.

cuentran funcional y jurídicamente entrelazadas entre sí, tanto en su nacimiento como en sus efectos y ejecución, que emanan de una fuente negocial común; o como dicen Rafael Gómez y Gonzalo Eyzaguirre, obligaciones derivadas “de un mismo contrato o bien de contratos que entre sí estén concatenados a un mismo negocio del cual ellos resultan”<sup>5</sup>.

Se trata, por tanto, de determinar en estos casos si la fuente u origen de estas obligaciones recíprocas se encuentra en negocios absolutamente separados o independientes entre sí, o si ellos deben considerarse como un todo jurídico-económico al provenir de estructuras negociales complejas, aunque funcionalmente unívocas y vinculadas, enfoque que puede abordarse a partir de la figura de los contratos conexos, en cuanto continente causal de aquellas.

Como advierte Diego Ojeda, la figura de los contratos conexos o coligados ha sido abordada hace no mucho por la doctrina nacional<sup>6</sup>; pero lo cierto es que en el derecho comparado su fisonomía ha despertado el interés doctrinal y jurisprudencial durante más de un siglo<sup>7</sup>.

En Europa, la primera manifestación normativa clara de los contratos coligados se encuentra en la Directiva n.º 87/102/CEE del Consejo, de 22 de diciembre de 1986, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados miembros en materia de crédito al consumo, al establecer la conexión que puede existir entre una relación de consumo y el contrato de crédito que puede haber celebrado el consumidor con un tercero para financiar la compra, cuando el financista mantiene un acuerdo previo con el proveedor, orientado a ese fin<sup>8</sup>. Esta directiva fue

<sup>5</sup> GÓMEZ y EYZAGUIRRE (2012), p. 231. Gonzalo Ruz, por su parte, las conceptualiza como aquellas obligaciones “que derivan de un mismo contrato o de contratos distintos, pero que forman parte de un mismo conjunto o complejo contractual, o de una misma negociación, entre acreedor y deudor”: RUZ (2017), tomo II, p. 980.

<sup>6</sup> Entre los primeros trabajos en Chile pueden mencionarse: LÓPEZ SANTA-MARÍA (1998), pp. 159-166; FIGUEROA (2002), pp. 317-334; PIZARRO (2005), pp. 66-74. Más recientemente BOZZO (2015), pp. 39-66.

<sup>7</sup> OJEDA (2023), p. 265. Este autor define la coligación contractual señalando que este fenómeno “ocurre cuando dos o más negocios, cada uno por sí estructuralmente autónomo se encuentra unido con otro por un nexo que, dejando íntegra la autonomía de los negocios mismos, tiene todavía una cierta relevancia para el derecho”, véase, p. 275.

<sup>8</sup> UNIÓN EUROPEA (1986), art. 11 señalaba:

“1. Los Estados miembros garantizarán que la existencia de un contrato de crédito no afecte en modo alguno los derechos del consumidor frente al proveedor de los bienes o servicios adquiridos mediante dichos contratos, cuando los bienes o servicios no se suministren o no sean conformes al contrato de suministro.

2. Siempre que:

a) para comprar bienes y obtener servicios, el consumidor concierte un contrato de crédito con una persona distinta del proveedor de dichos bienes o servicios; y  
b) entre el prestamista y el proveedor de los bienes o servicios exista un acuerdo previo en virtud del cual exclusivamente dicho prestamista podrá conceder crédito



derogada y reemplazada posteriormente por la Directiva n.º 2008/48/CE, de 23 de abril de 2008, del Parlamento Europeo y del Consejo, que profundizaba en la relación recién indicada<sup>9</sup>, la que a su turno fue derogada por la Directiva (UE) 2023/2225 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 18 de octubre de 2023, que define el concepto de “contrato de crédito vinculado”<sup>10</sup> y refuerza las medidas de protección al consumidor financiero<sup>11</sup>.

En términos generales, la figura de los contratos conexos, coligados o vinculados reconoce en la autonomía de la voluntad de las partes la posibilidad de crear relaciones jurídicas más o menos complejas, compuestas por diversos actos jurídicos entrelazados funcionalmente entre sí, con miras a la consecución de un fin económico común. Esa interdependencia se traduce en que, si bien se trata de contratos individuales y formalmente distintos, los vicios o el incumplimiento de alguno de ellos repercute necesariamente en los restantes, afectando su propia eficacia y validez<sup>12</sup>; o como explica Christian Larroumet:

---

a los clientes de dicho proveedor para la adquisición de bienes o servicios suministrados por este último; y

- c) el consumidor a que se refiere la letra a) obtenga el crédito en aplicación del acuerdo previo mencionado; y
- d) los bienes o servicios objeto del contrato de crédito no sean suministrados o lo sean parcialmente, o no sean conformes al contrato de suministro; y
- e) el consumidor haya reclamado contra el proveedor pero no haya obtenido la satisfacción a la que tiene derecho, el consumidor tendrá derecho a dirigirse contra el prestamista. Los Estados miembros establecerán en qué medida y bajo qué condiciones se podrá ejercer dicho derecho [...]”.

<sup>9</sup> Bozzo (2015), pp. 39-66.

<sup>10</sup> El art. 3.20 de esta directiva define al contrato de crédito vinculado como: “un contrato de crédito en el que: a) el crédito o los servicios en cuestión sirven exclusivamente para financiar un contrato relativo a la entrega de bienes específicos o a la prestación de servicios específicos, y b) los dos contratos constituyen una unidad comercial desde un punto de vista objetivo; se considerará que existe una unidad comercial cuando el proveedor de bienes o el prestador de servicios financian el crédito al consumo o, en el caso de que este sea financiado por un tercero, cuando el prestamista se sirve de la intervención del proveedor de bienes o del prestador de servicios en la comercialización, preparación o celebración del contrato de crédito, o cuando los bienes específicos o la prestación de un servicio específico vienen expresamente indicados en el contrato de crédito”.

<sup>11</sup> Así, por ejemplo, el art. 27.1 de la directiva establece: “Los Estados miembros garantizarán que, si un consumidor ha ejercido su derecho de desistimiento conforme al Derecho de la Unión respecto a un contrato destinado a la entrega de bienes o la prestación de servicios, deje de estar obligado por un contrato de crédito vinculado”; mientras que su numeral 2.º le reconoce al consumidor, en caso de incumplimiento del vendedor o prestador de servicios, el derecho de demandar directamente al prestamista, “siempre que haya ejercitado una acción contra el proveedor de dichos bienes o el prestador de dichos servicios y no haya obtenido de estos la satisfacción a que tiene derecho con arreglo a lo dispuesto por la ley o por el contrato destinado a la entrega de bienes o la prestación de servicios”.

<sup>12</sup> PINTO (2019), p. 3. En igual sentido Bozzo (2015), p. 42.



“puede estimarse que siempre que el contrato entre A y B ha hecho necesaria la celebración de un contrato entre B y C, el perjuicio sufrido por B como consecuencia de un incumplimiento de la obligación contraída por A hacia B, deberá ser reparada. De este modo, B tiene una acción contra C y contra A”<sup>13</sup>.

La jurisprudencia en Chile ha sido parca al referirse a esta figura, aunque puede mencionarse lo dicho por la Corte Suprema con ocasión de una operación de fusión de dos grandes aerolíneas:

“DECIMO CUARTO. Que con vinculación al tema que se analiza, la doctrina nacional ha expresado: ‘Bajo las codificaciones decimonónicas, el contrato es disciplinado como una figura autónoma y paritaria, que responde a una finalidad concreta perseguida por las partes, sin vocación de trascendencia mas allá de la relación jurídica creada por ellas y, por ende, cuyos efectos se extienden estrictamente a los sujetos intervinientes en ese singular acto’ [...] ‘La posterior evolución del tráfico comercial, caracterizado en parte por la contratación masiva de bienes y servicios, y la constante renovación de la realidad socioeconómica, trajo consigo el fenómeno de los encadenamientos contractuales en los que los objetivos económicos se alcanzan, no ya mediante un solo contrato, sino de varios utilizados estratégicamente en función de un único negocio. Esta imbricación, conexión o coligación contractual –que puede revestir la forma de cadenas de contratos o de conjuntos de contratos –no estaba presente en la mente de los legisladores de esa época, y ha provocado que se cuestione, por la doctrina y la jurisprudencia, el alcance del principio individualista del efecto relativo de los contratos mediante el esbozo de algunas técnicas jurídicas que permitan justificar la interdependencia de los contratos conexos y precisar la extensión de la comunicabilidad de sus efectos’ [...] ‘Con el solo propósito de contextualizar el comentario que sigue, digamos provisoriamente- que habrá conexión contractual, en su modalidad de conjunto de contratos, cuando entre dos o más contratos exista una interdependencia económica objetiva, es decir, un nexo funcional, de suerte que estos no puedan ser considerados desde el punto de vista jurídico como absolutamente independientes, bien porque su naturaleza o estructura así lo determinan, o bien, porque, entonces, quedarían sin sentido desde la perspectiva de la operación económico-jurídica que a través de ellos se quiere articular...’ (Alejandra Aguad Deik y Carlos Pizarro Wilson, “Nulidad de con-

<sup>13</sup> LARROUMET (1998), p. 193.

trato. Efecto relativo y grupo de contratos”, *Jurisprudencia Civil Comentada*, Santiago, Abeledo Perrot, Legal Publishing Chile, 2011, p. 163)<sup>14</sup>.

Por lo dicho hasta aquí, los elementos configuradores de la figura que se analiza pueden resumirse, entonces, de la siguiente forma:

- a) Existencia de dos o más actos o contratos.

Desde luego, la figura de los contratos conexos o coligados no puede asimilarse al concepto del contrato mixto, donde confluyen, en un solo contrato, aspectos de distintas figuras contractuales (así, por ejemplo, el contrato de salud, que puede incluir el de prestación de servicios médicos propiamente tales, por parte de facultativos externos o del mismo establecimiento de salud, y los de hotelería que este proporciona adicionalmente). En los contratos conexos, en cambio, existen distintos contratos individuales, aunque vinculados unos con otros por voluntad de las partes, por disposición de ley o por el grado de identidad en la causa u objeto de todos ellos<sup>15</sup>, con miras a la función económica unívoca que se le asigna a todos ellos<sup>16</sup>; o como señala Ana López, la coligación de contratos ocurre:

18

“cuando varios sujetos celebran dos o más contratos distintos que presentan una estrecha vinculación funcional entre sí por razón de su propia naturaleza o de la finalidad global que los informa, vinculación que es o puede ser jurídicamente relevante”<sup>17</sup>.

- b) El nexo funcional de fin económico entre dichos actos o negocios.

Este segundo elemento supone determinar en cada caso y según sus particulares características, si esos distintos contratos se encuentran vinculados efectivamente entre sí, en términos tales de considerarlos como un todo o como una misma “operación”, como puede ocurrir, por ejemplo, en un contrato de *leasing* financiero<sup>18</sup>. A modo general, la vinculación apuntada no debe buscarse en aspectos de menor relevancia o puramente accidentales de cada contrato, sino de elementos

<sup>14</sup> Consulta de Conadecus sobre operación de concentración Lan Airlines S.A. y Tam Linhas Aereas S.A. (2012).

<sup>15</sup> PINTO (2019), pp. 46-47; BOZZO (2015), p. 47.

<sup>16</sup> Así GALGANO (2002), p. 108; BERNAD (2010), p. 1451.

<sup>17</sup> LÓPEZ FRÍAS (1994), p. 34.

<sup>18</sup> El mismo ejemplo ofrecen Rodrigo Momberg y Carlos Pizarro, para explicar las razones que le permiten al cliente arrendatario de una maquinaria defectuosa, demandar directamente al vendedor pese a que aquel no ha sido parte del contrato de compraventa entre este último y la empresa de *leasing*: MOMBERG y PIZARRO (2021), pp. 156-157.

esenciales que resultan comunes a cada uno de ellos, en términos tales que la suerte y efectos de uno pueda llegar a influir en los demás. Como explica Diego Ojeda<sup>19</sup>, además, para la doctrina italiana esta coligación puede ser ocasional, necesaria o voluntaria; aunque por regla general, solo en las dos últimas puede hablarse de una verdadera conexión entre contratos:

- i. Será ocasional cuando varios contratos se celebran simultánea o contemporáneamente, utilizando el mismo soporte material o el mismo documento, entre las mismas partes o entre partes diversas. Sin embargo, lo cierto es que, aunque se trate de contratos independientes, la sola circunstancia de que consten en un mismo instrumento no significa necesariamente que entre estos exista una interdependencia que los vincule funcionalmente y, por contrapartida, bien puede ocurrir que estos mismos contratos se celebren por separado y que, no obstante, entre ellos sí exista una indisoluble conexión. Alo más –dice Vincenzo Barba–, “la así llamada coligación ocasional sería un indicio que podría demostrar la existencia de un vínculo entre aquellos contratos”<sup>20</sup>.
- ii. La coligación será necesaria cuando su fuente se encuentra en la ley, pues es esta la que de un modo explícito o implícitamente establece esta vinculación funcional entre los distintos contratos, en términos tales que las circunstancias de uno repercuten en los demás (como ocurre, por ejemplo, con los contratos de garantía –particularmente aquellos que incluyen una cláusula de garantía general–, o en los de financiamiento de las relaciones de consumo como se dijo *supra*, aun cuando en ellos se pacte lo contrario).
- iii. Finalmente, en la mayoría de los casos la conexión será voluntaria, esto es, cuando son las partes quienes definen, en ejercicio de la autonomía de la voluntad, la vinculación de los diversos contratos –típicos o atípicos– de cara a un mismo fin económico también determinado.

### III. CONTRATOS DE DERIVADOS COMO OBLIGACIONES CONEXAS. CONCEPTO Y ALCANCES

El art. 140 de la LC, en su nuevo texto modificado por la Ley n.º 21641, considera como “obligaciones conexas” –y, por tanto, susceptibles de ser com-

<sup>19</sup> OJEDA (2023), pp. 278-279.

<sup>20</sup> BARBA (2008), p. 801.

20 pensadas aun después de la sentencia de liquidación— a dos tipos de operaciones en particular: las de derivados y las denominadas “operaciones REPO”. Por sus evidentes diferencias, ambas figuras tendrán que ser tratadas por separado, pero adelantemos, desde ya, que pese a lo que señala el art. 140 ya mencionado, miradas en sí mismas, poca o ninguna afinidad presentan con la noción de contratos conexos, lo que lleva a buscar el propósito de esta asimilación más allá de los fines propios del derecho concursal o, incluso, a costa de algunos de los efectos principales de la resolución de liquidación, como ocurre con el desasimiento y la fijación irrevocable de los derechos de los acreedores. La doctrina que se ha referido a esto en Chile<sup>21</sup>, entiende que la figura tiene una explicación histórica, “en términos de promover el mercado de derivados esencialmente en el sistema financiero e inversionistas institucionales y las negociaciones sobre créditos subordinados”; aserto que, si bien nos parece correcto en principio, se mantiene apenas en la superficie de un fenómeno mucho más profundo.

Señala concretamente la norma, en lo pertinente:

“[...] se entenderá que revisten el carácter de obligaciones conexas aquellas que, aun siendo en distinta moneda, emanen de operaciones de venta con pacto de retrocompra o de operaciones de compra con pacto de retroventa u otras operaciones equivalentes según la definición contenida en el artículo 8 bis de la ley N° 18.876, que recaigan sobre alguno de los instrumentos a que se refiere el número 8 del artículo 1° de la ley N° 20.345 (en adelante, indistintamente ‘operaciones REPO’); y de operaciones de derivados, tales como futuros, opciones, swaps, forwards u otros instrumentos o contratos de derivados. Lo anterior, siempre que las operaciones REPO o de derivados, según corresponda, provengan de contratos suscritos entre las mismas partes, en una o más oportunidades, bajo ley chilena o extranjera, al amparo de un mismo convenio marco de contratación de los reconocidos por el Banco Central de Chile y que incluyan un acuerdo de compensación en caso de Liquidación Voluntaria o de Liquidación Forzosa [...].

Cada una de las obligaciones que emanen de las operaciones antedichas, se entenderá de plazo vencido, líquida y actualmente exigible a la fecha de la dictación de la Resolución de Liquidación y su valor se calculará a dicha fecha de acuerdo a sus términos y condiciones. Luego, las compensaciones que operen por aplicación del inciso precedente serán calculadas y ejecutadas simultáneamente en dicha fecha.

---

<sup>21</sup> PUGA (2014), p. 407.

[...] En el caso de que una de las partes sea un banco establecido en Chile, sólo procederá dicha compensación tratándose de operaciones REPO o con productos derivados cuyos términos y condiciones se encuentren autorizados por el Banco Central de Chile”.

Una norma similar se contiene, a su vez, en el art. 136 inc. 4.º de la Ley General de Bancos, que se remite precisamente al art. 140 de la LC.

### 1. *Concepto de derivado*

Contrario a lo que pudiese pensarse, los derivados financieros no son tan recientes<sup>22</sup> y pueden no ser tan complejos como se dice; o al menos no si se observa la figura en su modelo originario, cuando el activo subyacente consistía en el precio de bienes materiales, principalmente perecederos (*commodities* y productos agrícolas en general). Para ello, productores y comerciantes creaban –acaso intuitivamente– sus propios contratos a plazo o “a futuro”, en los que fijaban de antemano esos precios, incluso, respecto de productos o mercancías que aún no existían<sup>23</sup>, acotando así el riesgo de volatilidad de dichos mercados (incrementado por la precariedad de las comunicaciones de aquel entonces) y apostando, de algún modo, a las fluctuaciones venideras de los precios, más o menos impredecibles.

Los derivados nacen, por tanto, como instrumentos que operan como un “juego de suma cero”<sup>24</sup>, en el que lo que uno pierde lo gana otro y donde la expectativa incierta de ganancia o pérdida viene dada

21

<sup>22</sup> Señala Edward Swan que los derivados tienen su origen hace más de cuatro mil años en Mesopotamia, aunque con una aplicación y aceptación intermitentes en el tiempo. Siglos más tarde, el derecho consuetudinario y luego la jurisprudencia (especialmente de la Corte Suprema de Estados Unidos durante el siglo xx) concluyó que los derivados y los acuerdos de entrega futura debían ser exigibles, pues, en resumidas cuentas, la especulación financiera fue considerada también como una práctica comercial legítima: SWAN (2000), pp. 12-13. Su principal desarrollo, con todo, data de mediados del siglo xix en Occidente, donde fueron concebidos e implementados como instrumentos anexos al mercado de los *commodities* para garantizar los precios de los productos durante un tiempo más o menos extenso. Especial relevancia tuvo en este proceso el avance de las bolsas de valores, pues fue allí donde comenzaron a negociarse los primeros instrumentos sobre transacciones a futuro de mercaderías y valores; y en Estados Unidos. la creación, en 1848, del Chicago Board of Trade, primer mercado organizado de futuros en Estados Unidos, cuyo propósito no era otro que reducir el riesgo de fluctuaciones de precios en el mercado. Sobre el origen y evolución de los derivados puede consultarse para más detalle a BAUTISTA (2019), p. 27 y ss.

<sup>23</sup> Lo explica William Bernstein, refiriéndose a la evolución de los futuros en Holanda en el mercado del arenque, antes de que fuesen capturados. Según este autor: “tales mercados asignaban precios a determinadas cantidades de productos básicos en algún momento en el futuro: por ejemplo 450 kilos de arenque a un plazo de un año. Estos instrumentos podían ser comprados y vendidos entonces del mismo modo que los artículos reales”: BERNSTEIN (2010), p. 260.

<sup>24</sup> PÉREZ (2010), p. 39 y ss.

“por las diferencias existentes entre el precio al que se contrató el derivado y el de contado (precio al que se encuentra el subyacente en cada momento durante la vida del contrato)”.

Lo anterior, sin embargo, que parece bastante simple y claro, no lo es tanto cuando lo que se transa es un activo financiero y donde la contingencia de ganancia o pérdida viene dada por el riesgo financiero<sup>25</sup> y el comportamiento *ex post* de activos incorporales, cuyo precio es esencialmente volátil y de difícil predicción<sup>26</sup>, como ocurre con las tasas de interés, tipos de cambio o índices bursátiles. Allí, y al menos en los mercados regulados o de “futuros”<sup>27</sup>, los efectos del contrato se reducen, incluso, a fórmulas matemáticas y a la operatoria estandarizada de programas informáticos de cruce y procesamiento de información financiera, que permiten objetivar en un momento dado la vertiente aleatoria de estos contratos.

Lo primero que puede llamar la atención respecto de estos instrumentos es precisamente su nombre. ¿Por qué “derivados”?

Una explicación –tal vez la más simple y acertada– es la que da Paul Harding<sup>28</sup>, quien explica que un derivado es un producto “que se deriva de un mercado subyacente”. Así, por ejemplo, un derivado de tasas de interés –como el que motiva este informe– “deriva” de la operativa del mercado monetario o *cash market*; pero a diferencia de un mutuo, por ejemplo (o en general de una operación de crédito de dinero), en aquel no hay entrega real de dinero con fines de financiamiento, pues su finalidad es otra: reducir los costos del endeudamiento o amortiguar la volatilidad de las tasas de interés –fijas y variables– asociadas al mismo, vigentes en dicho mercado en un periodo determinado.

En contrato de derivado puede definirse entonces como aquel en virtud del cual las partes acuerdan comprar o vender un activo en una fecha futura a un precio previamente determinado, en cuyo caso se denominan “futuros” o “*forwards*”; o en que una de ellas adquiere el derecho u opción de com-

<sup>25</sup> La noción de “riesgo financiero” o simplemente “riesgo de mercado” se utiliza comúnmente de manera genérica y en cierto modo ambigua. Desde la perspectiva de este informe, sin embargo, el riesgo de mercado debe entenderse como el riesgo de ganancias o pérdidas resultante de las variaciones en los precios en los valores y otros activos negociables en el mercado financiero.

<sup>26</sup> ADELL y ROMEO (1995), pp. 26-27.

<sup>27</sup> Adelantemos que, como se dirá en el texto, los derivados pueden clasificarse según el contexto en que se utilizan, esto es, en mercados organizados o fuera de ellos (*Over the Counter*), como instrumentos diseñados en cada caso por las partes según sus particulares requerimientos. Entre los primeros, a su vez, se identifican aquellos contratos más complejos y sofisticados, denominados “derivados exóticos” o “estructurados”, por oposición a los más sencillos y estandarizados, conocidos también como *plain vanilla derivatives*.

<sup>28</sup> HARDING (2002), p. 3 traducción del autor.

prar o vender un determinado activo en un momento futuro y a un precio preestablecido, denominado también “contrato de opción”; o aquel en que las partes acuerdan intercambiar flujos futuros resultantes de la variación de tasas de interés, tipos de cambio, índices bursátiles o precios de mercancías, calculados sobre un capital de referencia o nocional, denominado también “*swap*” o “permuta financiera”.

Como se observa de esta definición, los tipos de derivados más utilizados son básicamente tres, aunque no son los únicos<sup>29</sup>: los futuros o *forwards*; las opciones (que reciben el nombre de *Warrants* cuando se negocian en el mercado *OTC*); y los *swap*, aunque estos, a nuestro juicio y como sostiene también la doctrina<sup>30</sup>, pueden ser considerados como una variante de los *forwards*.

## 2. Clasificación de los derivados

Se suelen clasificar los derivados atendiendo al tipo de activo subyacente y al mercado en que se utilizan:

### A) En cuanto al tipo de activo subyacente

Se distingue aquí entre derivados sobre activos reales y derivados sobre activos financieros:

- a) Los primeros, son aquellos contratos de futuro sobre *commodities* y materias primas, principalmente metales preciosos, cereales, cobre, etc. El derivado en estos casos toma como referencia un activo que se negocia en un mercado al contado, cuyos términos se fijan hoy y la transacción se realiza en una fecha futura<sup>31</sup>.
- b) Los derivados sobre activos financieros, a su turno, pueden ser de cinco tipos distintos: sobre tasas de interés, divisas (tipos de cambio), índices bursátiles, acciones y bonos<sup>32</sup>.

### B) En cuanto al mercado en que se utilizan: Futuros *forwards* y *swaps*.

<sup>29</sup> Así por ejemplo, existen derivados de mayor sofisticación, como los *caps*, *floor* y *collar*, que cumplen un fin similar al *swap* de tasas de interés en cuanto herramientas diseñadas para mitigar el riesgo de fluctuación de tasas. Mediante el primero –*caps*– una de las partes limita el costo que supondría el incremento de las tasas de interés en una operación de crédito a interés variable, acordando con la otra parte o con un tercero que, en caso de superar dicha tasa un determinado techo (de ahí su nombre), el exceso deberá soportarlo esa parte o aquel tercero. A la inversa, en el contrato de *floor* (o piso) será el financiado o un tercero quien deberá asumir el exceso sobre el piso pactado. Y en el *collar* (o cuello), las partes simplemente combinan las dos modalidades anteriores, *cap* y *floor*. Para más detalle sobre estos contratos puede consultarse a GÓMEZ-JORDANA (2013), p. 439 y ss.

<sup>30</sup> Por todos Roberto Knop, quien sostiene que los *swap* de intereses no son más que *forwards* de tipos de interés encadenados, KNOP (2013), p. 155.

<sup>31</sup> ELVIRA y LARRAGA (2008), p. 12.

<sup>32</sup> BAUTISTA (2020), p. 118.



Los derivados pueden clasificarse también según el contexto en que se utilizan: si lo son en mercados o sistemas organizados y regulados de contratación se denominan genéricamente como “futuros”<sup>33</sup> y si se utilizan fuera de dichos mercados (o en mercados “a la medida”), como instrumentos diseñados en cada caso por las partes según sus particulares requerimientos, se denominan derivados *OTC*, conocidos también como *forwards*. Entre estos, los más utilizados son los *forwards* sobre tipos de interés y, como variante de ellos, los *swap* sobre tasas de interés como se dirá a continuación.

En este punto, precisemos que el [contrato de] derivado *OTC* es aquel instrumento convenido fuera de un mercado oficial, donde las obligaciones de las partes se determinan sobre la base del precio o valor de un activo subyacente negociado en un mercado independiente al cual se encuentran referidos, con el fin de dar cobertura a los riesgos provenientes de las fluctuaciones de dicho precio o valor en un periodo determinado<sup>34</sup>.

El reconocimiento de esta categoría de derivados *OTC*, con todo, no significa que tales instrumentos carezcan actualmente de toda regulación y control por la autoridad. Por el contrario, en lo que va corrido del presente siglo la tendencia, en el ámbito global y local, ha sido someter precisamente

<sup>33</sup> La Bolsa de Santiago define el contrato de futuro como un “contrato estandarizado, referido a un activo definido, donde las partes se comprometen a comprar o vender en una fecha futura, un número determinado de este bien a un valor que se fija en el presente”. Disponible en [www.bolsadesantiago.com/futuros](http://www.bolsadesantiago.com/futuros) [fecha de consulta: 19 de diciembre de 2024]. Como tal contrato estandarizado de adhesión, en estos casos las partes no se conectan directamente entre sí, como en los derivados *OTC*, sino que lo hacen a través de una entidad autorizada denominada “contraparte central”, definida en el art. 1.4. de la Ley n.º 20345 como aquella “sociedad administradora que compensa órdenes de compensación constituyéndose en acreedora y deudora de los derechos y obligaciones que deriven de tales órdenes” (reguladas, a su vez, en las Normas de Carácter General n.º 256, de 14 de agosto de 2009). En derecho comparado son conocidas como “cámaras de contrapartida” o *Clearing House*, en su denominación anglosajona, cuyo objetivo es también administrar sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros. Así, cada parte pacta con este intermediario, sin necesidad de que se contacte con la otra, lo que reduce el riesgo de crédito o “de contraparte”; o como señala el art. 12 de la ley citada, “Una vez producida la aceptación de las órdenes de compensación de conformidad a las normas de funcionamiento de un sistema, las contrapartes centrales se constituirán irrevocablemente en acreedoras y deudoras de los derechos y obligaciones que deriven de tales órdenes, tanto frente a terceros como respecto de las partes de las transacciones que las hubieren originado, quienes a partir de ese momento dejarán de estar jurídicamente vinculadas entre sí”. También pueden contratar a través de una cámara de compensación de instrumentos financieros, definida en el art. 1.5 de la misma ley como una “sociedad administradora que compensa órdenes de compensación sin constituirse en contraparte central de las mismas”.

<sup>34</sup> Roberto Knop lo define como “el contrato mediante el cual dos partes se comprometen a comprar o vender un activo determinado en una fecha futura, a un precio prefijado en el momento de la contratación”: KNOP (2013), p. 28.

a este mercado a nuevas regulaciones que favorezcan su transparencia. Es así que, durante años, los agentes del mercado de derivados *OTC* disfrutaron de un importante margen de libertad, dada por el enfoque de autorregulación que caracterizó a este mercado. Tras las crisis financieras de la primera parte del siglo XXI<sup>35</sup>, sin embargo, las autoridades reguladoras en el ámbito mundial abandonaron el señalado régimen de flexibilidad, dando paso a una estricta regulación y control de estos instrumentos mediante la estandarización de los contratos y procedimientos para reducir el riesgo sistémico de los mercados financieros, tal como venía ocurriendo con el mercado paralelo y organizado de los futuros<sup>36</sup>.

En Chile, el fenómeno descrito se refleja principalmente en la normativa sobre derivados financieros contenida en el capítulo III.D.1 del *CNFB*<sup>37</sup>, que contempla normas aplicables a los bancos comerciales, dictadas en función del art. 69 n.º 6 de la Ley General de Bancos y el art. 35 n.º 1 de la LOC del BC. Por su parte, el capítulo III.D.3.1 del *CNFCB* contiene el reglamento operativo de este repositorio de transacciones de derivados, incluyendo un sistema sobre derivados cuyo activo subyacente sean tasas de interés. Asimismo, y tratándose de derivados de divisas, el capítulo IX del *CNCIBC* regula las operaciones de derivados cuyos subyacentes sean moneda extranjera o divisas, entre otros activos, que den lugar a operaciones de cambios internacionales, con no residentes en Chile o con entidades del mercado cambiario formal.

Tratándose de la administración pública, por último, el art. 5 de la Ley n.º 19908 facultó expresamente al fisco y a otros órganos públicos para celebrar contratos de derivados para cubrir sus riesgos financieros, dentro o fuera de Bolsa y previo oficio específico del Ministerio de Hacienda.

---

<sup>35</sup> Protagonista de esta crisis fue Estados Unidos, donde la libertad de contratación y el dinamismo del mercado fueron defendidos por años como verdaderos bastiones del funcionamiento del mercado de derivados. Sin embargo, en el año 2007 comenzaron a manifestarse los primeros efectos adversos de esta sobreestimada dinámica de autorregulación de los derivados, lo que se hizo patente al año siguiente con el emblemático desmoronamiento, en 2008, de Bearn Stearn, el recate por la Reserva Federal del *AIG* y la quiebra de Lehman Brothers, lo que puso en alerta a toda la comunidad financiera internacional respecto de la degeneración que habría experimentado el uso y abuso de los derivados, tal como puso de relieve luego, en el año 2011, el conocido informe de la Financial Crisis Inquiry Commission. Sobre este proceso puede consultarse a DE LA ORDEN (2013), p. 77 y ss. En particular sobre la experiencia estadounidense: SÁNCHEZ-CALERO (2013), p. 42 y ss.

<sup>36</sup> Especial participación tuvieron en este proceso entidades como el G20 (especialmente en la cumbre de Pittsburg en septiembre de 2009) y organismos internacionales como el BIS, la IOSCO, el FSB y la ISDA.

<sup>37</sup> El *CNFB* define los derivados como “toda operación, contrato o convención cuyo resultado financiero dependa o esté condicionado a la variación o evolución del precio o rentabilidad de otro activo o combinación de ellos, y que sea pagadero en el país en moneda nacional”.

### 3. Función de los derivados. *Especial referencia al swap de tasas de interés*

Como advierten Robert Kolb y James Overdahl<sup>38</sup>, el uso y la comprensión de los derivados aún se están desarrollando, lo que hace necesario el perfeccionamiento constante de las regulaciones y la capacitación de los operadores en estos mercados de gestión de riesgos.

En el Mensaje presidencial con que se inició el trámite legislativo de la Ley n.º 20544, ya mencionada, se destaca:

“los contratos derivados constituyen una herramienta fundamental en el comercio cotidiano, y se les reconoce la aptitud para neutralizar en una importante medida el efecto de los diversos riesgos asociados al intercambio de bienes y servicios, lo que los convierte en instrumentos sumamente eficaces en la administración de riesgos”.

Agrega el mismo mensaje:

“los contratos de derivados se fundamentan en el principio financiero básico de la igualdad, en virtud del cual las empresas deben en todo momento mantener calzados sus activos, específicamente en lo que se refiere a plazos y monedas. Este principio se explica también en el hecho de que los pasivos que generan flujos de caja en el corto plazo, deben servir para cubrir aquellos que son exigibles también en el corto plazo, y viceversa. Lo mismo ocurre respecto de los activos que generan flujos en moneda local deben cubrir pasivos en la misma moneda”<sup>39</sup>.

Como instrumentos diseñados para neutralizar o, al menos, acotar riesgos financieros, los derivados pueden ser usados entonces como protección o apalancamiento<sup>40</sup> ante fluctuaciones adversas en las tasas de interés, varia-

<sup>38</sup> KOLB & OVERDAHL (2010), pp. 266-267.

<sup>39</sup> BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL (2023), p. 5.

<sup>40</sup> Una posición apalancada es aquella en la que un cambio en un factor de riesgo no siempre produce un cambio equivalente en la expectativa de ganancia o pérdida. Piénsese, por ejemplo, en un inversor que negocia la compra de una máquina dentro de seis meses en el precio de diez millones, dando hoy como pie un millón con fondos propios (o sea, del 10 %) y solicitando para el resto un crédito a un banco. Aquí se dice que el inversor se ha apalancado, pues asume un riesgo de diez millones desembolsando solo el 10 % (un millón). Si llegado el día de la compra de la máquina el precio de esta ha subido en un 10 %, y el inversor decide venderla, a su vez, su rentabilidad será del 100 % sobre el monto desembolsado como pie, mientras que el aumento del valor del activo fue de solo 10 %. El apalancamiento que ofrece la operación en este caso fue positivo en diez veces; pero también puede ser negativo o neu-

ciones futuras en los tipos de cambio y oscilaciones en los precios de mercado; o como dice la doctrina<sup>41</sup>, los derivados son instrumentos financieros que sirven para tres fines principales:

- i) para transferir y mitigar el riesgo financiero asumido en otras obligaciones<sup>42</sup>;
- ii) para la toma de posiciones de riesgo o especulación sin tomar directamente la posición sobre su subyacente –de forma apalancada y sin consumo de capital propio– y
- iii) para realizar operaciones de arbitraje<sup>43</sup> sin asumir, en teoría, ningún riesgo.

En palabras del mismo autor, la transferencia o mitigación del riesgo financiero “es el ‘ADN’ de su estructura última y lo que determina su valoración/precio”.

Todo lo anterior, en fin, explica la vocación esencialmente aleatoria de los derivados, lo que se observa con especial énfasis en el *swap*<sup>44</sup> y particularmente en el de tasas de interés (*Interest Rate Swap*), donde no existe entrega real de dinero, sino solo un flujo variable calculado sobre un notional o activo de referencia.

Hemos optado, además, por este tipo de derivado en particular no solo para explicar la operativa de los derivados en general, sino, también, porque se trata de uno de los contratos más utilizados en el mercado de derivados<sup>45</sup>.

27

---

tro. Lo mismo puede ocurrir en un futuro sobre un *commoditie*, pues la cantidad que se desembolsa en un principio es muy inferior al riesgo involucrado en la operación.

<sup>41</sup> LORRIGO (2013), pp. 52-53. Glenn Morgan, por su parte, describe la idea básica que existe tras un derivado, y es que este “deriva” su valor de otro activo, como divisas, bonos y acciones; y es que, en situaciones de mercado, “es probable que el valor de estos activos suba o baje con distintos grados de volatilidad. La primera función de los derivados es proteger a los actores contra esta volatilidad, para permitirles transferir este riesgo particular a otros actores que, por cualquier razón, estén más dispuestos a soportarlo”: MORGAN (2008), pp. 640-641.

<sup>42</sup> En el caso del *swap* de tasas de interés, por ejemplo, la finalidad apunta a acotar la fluctuación de las tasas de interés en un periodo dado, lo que, a su vez, permite cambiar la índole del pasivo de variable a fijo o viceversa, dependiendo de qué parte se obliga a pagar tasa fija y cuál la tasa variable respecto del activo notional.

<sup>43</sup> El arbitraje es un término bursátil referido al mecanismo que busca aprovechar las diferencias de precios de un mismo activo en dos mercados distintos cuyos precios se han desajustado, con miras a obtener un beneficio en favor del denominado “arbitrajista”.

<sup>44</sup> Una variante del *swap* es el denominado CDS, definido en la misma NCG como “un contrato entre dos partes, una de las cuales, el comprador de protección, paga una prima a la otra, el vendedor de protección, a cambio de un pago en el caso que un evento de crédito afecte a una entidad de referencia. Es decir, vendedor y comprador de protección acuerdan intercambiar el riesgo de crédito de un emisor de un bono o del deudor de un préstamo (‘entidad de referencia’).” Texto modificado en COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO (2010).

<sup>45</sup> Véase BANCO CENTRAL DE CHILE (2022).

Luis Cazorla<sup>46</sup> lo define como aquel contrato en que las partes acuerdan realizarse pagos recíprocos consistentes en el interés de un mismo principal, pero con tipos de referencia distintos para cada uno de ellos, en los que el flujo monetario en uno u otro sentido solo se refiere a los intereses calculados sobre un activo nocional, nominal o referencial. Felipe Varela<sup>47</sup>, por su parte, la describe del siguiente modo:

“En las operaciones (contratos) de swap de tasas, efectuadas entre dos partes, un agente ‘A’ (banco o empresa) se compromete a pagar una tasa de interés fija sobre un monto de capital y un plazo acordado. A su vez, el otro agente ‘B’ se compromete a pagar una tasa de interés variable (o flotante) sobre ese mismo monto y plazo”.

Agrega el mismo autor:

“En general, los swap de tasas permiten a los agentes transformar un pasivo o un activo convenientemente. Por ejemplo, si un agente tiene inicialmente un pasivo (una captación) por el que paga una tasa fija, puede hacer un swap de tasas flotante/fijo (paga tasa flotante y recibe tasa fija), para quedar finalmente con un pasivo a tasa variable”.

28

En este contrato de *swap* de tasas de interés, en fin, las partes, mediando o no un intermediario, intercambian periódicamente y durante un tiempo determinado flujos de intereses calculados sobre un mismo capital o activo nocional o de referencia, donde una de ellas se sujeta a una tasa fija de interés y la otra a una tasa de interés variable, en la misma moneda o en una diferente. Ambas partes quedan obligadas, pero no existe aquí un intercambio del principal o nocional y los flujos involucrados pueden ser tanto ciertos como inciertos. Normalmente, además, las fechas y frecuencia de los pagos se suelen hacer coincidir, pues al compensar o “netear” los montos resultantes de cada liquidación parcial se reduce el riesgo de la operación.

Adicionalmente, debe observarse que el *swap* de tipos de interés es un contrato de común utilización en el mercado, especialmente por y entre los bancos. Se asemeja, además, a la operación que los bancos comerciales realizan cotidianamente entre sí, conocida como SPC-CLP<sup>48</sup>, basada precisamente

<sup>46</sup> CAZORLA (2013), p. 413. Véase COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO (2006), aquí se define el contrato de *swap* como un: “contrato a través del cual las partes involucradas se comprometen a intercambiar flujos financieros expresados en tasas de interés distintas, en monedas distintas o en tasas de interés y monedas distintas, en fechas especificadas posteriores a la celebración del contrato”.

<sup>47</sup> *Op. cit.*, p. 2.

<sup>48</sup> Se hace la precisión, ya que también puede pactarse en UF.

en el promedio de la tasa interbancaria diaria publicada por el BC y que “permite cubrirse, especular, o arbitrar ante expectativas de cambios en las tasas de interés y la inflación”<sup>49</sup>.

#### 4. Naturaleza jurídica del contrato de derivado

Decíamos *supra* que el contrato de derivados no tiene una concreta definición en el derecho chileno. Sin embargo, especial interés cobra en este punto lo dispuesto en el art. 2 n.ºs 1 al 3 de la Ley n.º 20544, que Regula el Tratamiento Tributario de los Instrumentos Derivados, donde sin definirse lo que es un derivado, se mencionan no obstante sus elementos característicos.

Con lo dicho en los apartados anteriores, por tanto, y según se desprende de la norma legal recién citada, en el contrato de derivado pueden observarse los siguientes caracteres jurídicos, que lo explican e identifican:

- a) Contrato atípico: en Chile, el contrato de derivados, ya sea que estos se negocien en el mercado de futuros o en el de *forwards*, no se encuentra regulado especialmente por la ley (al menos no como tal contrato), lo que lleva a considerarlo jurídicamente como un contrato atípico.

Lo anterior no implica, sin embargo, que estos instrumentos sean del todo extraños para el legislador y especialmente para el regulador chileno. Al contrario, ambos lo reconocen explícitamente, aunque solo para regular sus efectos en determinados ámbitos (tributario, cambiario, financiero, etcétera).

- b) Contrato normalmente mercantil o mixto: sea que los derivados se negocien en mercados organizados (futuros) o fuera de ellos (*forwards*), en ellos intervienen habitualmente entidades bancarias y empresas de inversión o de crédito, lo que supone que para estas será siempre un acto de comercio al tenor del art. 3 n.º 11 del *C. de Com.*; sin perjuicio, por cierto, de la mercantilidad formal de dichas entidades.
- c) Contrato bilateral y oneroso: el contrato de derivados involucra siempre un interés patrimonial para ambos contratantes, orientado, en este caso, a acotar el riesgo de las variables financieras derivadas de la volatilidad de las tasas de interés o de los tipos de cambio, y las fluctuaciones más o menos predecibles en los precios.
- d) Contrato aleatorio: en los derivados existe siempre una incertidumbre o aleas respecto de la posibilidad de ganancia o pérdida, dada por el comportamiento a futuro de los mercados de los cuales “derivan”, como ya se explicó (en este caso el de las tasas de interés); o como dijo hace casi tres décadas –y con certero ingenio– un reconocido perió-

<sup>49</sup> VARELA (2007), p. 1.

dico británico, un derivado es como una máquina rasuradora: “Uno puede usarla para afeitarse y verse atractivo para su novia, o puede cortarse la garganta con ella”<sup>50</sup>.

### 5. *El activo subyacente* (underlying asset)

Como se dijo antes, el contrato de derivado toma su nombre de la relación externa que existe entre este y el mercado subyacente del cual deriva. Siguiendo la misma noción, el activo subyacente se ha definido como:

“la referencia teórica externa al contrato cuya evolución aritmética determina el alcance e importe de la prestación y se calcula por la comparación con la evolución de los precios (o las diferencias de precios) de ciertos Mercados Financieros (mercados de divisas, de tipos de interés, bursátiles, etc.)”<sup>51</sup>.

#### A) Activo subyacente en los contratos *forward*

30

En estos contratos, el activo subyacente por excelencia es –todavía– el *commodity*, que para estos efectos debe consistir en bienes fungibles, determinados o determinables en cuanto a su género y sustituibles unos por otros<sup>52</sup>. Puede consistir, también –el subyacente–, en índices bursátiles<sup>53</sup>, acciones, en

<sup>50</sup> *The Financial Times*, March 1995, edition.

<sup>51</sup> DE CONTRERAS Y VILCHES (2006), p. 317. Oscar Elvira y Pablo Larraga lo definen como el instrumento que se toma como referencia para negociar un producto derivado, y así, por ejemplo, en un *swap* sobre tipo de interés Euríbor a un año, el activo subyacente será el tipo de interés Euríbor a un año: ELVIRA Y LARRAGA (2008), p. 17.

<sup>52</sup> BAUTISTA (2019), pp. 142-143.

<sup>53</sup> Nótese que en este caso el activo subyacente no se identifica con las acciones que recoge el índice bursátil. Como apunta Alfonso de Contreras, un índice bursátil no es más que “la evolución ponderada de los precios de determinadas acciones en un período de tiempo concreto”: DE CONTRERAS Y VILCHES (2006), p. 320, lo que se traduce en fórmulas matemáticas que van oscilando en función de las variables que lo integran a través del tiempo: BAUTISTA (2019), pp. 143-144 y que, por lo mismo, evolucionan según el desempeño de las acciones que se recogen en ese índice. Por esta vía, entonces, las partes hacen un pronóstico sobre el comportamiento o “nivel” que tendrá el índice en un futuro, pero no existe entrega ni una transacción sobre acciones. Lo que busca el inversor es fijar el precio de un determinado índice bursátil al momento de celebrar el contrato, para su negociación en una fecha futura y, de hecho, estos instrumentos son actualmente la principal forma de operar sobre índices bursátiles. Por ello, todos los índices bursátiles tienen contratos de futuro: por ejemplo, para el Dow Jones, el principal contrato de futuros es el Dow E-mini; el DAX 40, por su parte, sirve como subyacente para los contratos de futuro DAX Futures, Mini-DAX y el Micro-DAX; y para el IPSA en Chile, el contrato IPSA Mini.



derechos sobre deuda pública y en divisas, cuya finalidad es acotar también el riesgo de oscilación de los tipos de cambio de divisas libremente convertibles como el dólar o el euro, especialmente en la contratación internacional.

B) Activo subyacente en el contrato de *swap*  
(particularmente el *swap* de tasas de interés)

Como dice Ana López<sup>54</sup>, el *swap* es un convenio entre dos o más partes, en que se pacta una corriente de pagos en la misma o en diferentes monedas. Normalmente están vinculados a un contrato de préstamo bancario, y en ellos puede intervenir también un banco como intermediario (*swap dealer*), en cuyo caso las partes contratantes no tienen necesidad de contactarse entre sí.

En el caso del *swap* de tasas de interés (*Interest Rate Swap*), las partes intercambian diferentes tipos de tasas de interés respecto de una misma moneda, donde una se obliga a pagar un interés fijo periódico y la otra a pagar un interés variable vinculado a las condicionantes de una TAB o de un índice de referencia dado, calculado sobre un activo nocional o de referencia y sin que exista, por tanto, transferencia o entrega real de capital. Es el denominado *swap* de intereses genérico o *fixed-for-floating interest rate Swap*; pero debe advertirse que existe también una segunda variante de este tipo de *swap*, conocida como modalidad no genérica o *floating-for-floating interest rate Swap*, en que la permuta de tipos de interés comprende tasas flotantes para ambas partes, esto es, interés variable contra variable.

En cualquier caso, y como ya se apuntó, no existe aquí flujo de capital, pues el activo que se estipula tiene solo un fin referencial o nocional.

#### IV. CONVENIOS MARCO, CONTRATOS DE DERIVADOS, OPERACIONES “REPO” Y OBLIGACIONES CONEXAS EN LA LEY N.º 20720

##### 1. *La función del régimen concursal de anticipación y compensación de saldos como mecanismo de estabilización del mercado financiero.* *Intervención del BC y política monetaria*

Advirtamos, como cuestión preliminar, que el mecanismo especial de compensaciones que se revisa no es una innovación propia del legislador chileno, sino, en gran medida, el resultado de un esfuerzo concertado de la ISDA para uniformar la aplicación internacional de sus “contratos marco”, sobre la base de la Ley Modelo y Guía de Compensación ISDA<sup>55</sup>. Es así como este

<sup>54</sup> LÓPEZ FRÍAS (1997), p. 417.

<sup>55</sup> MORGAN (2008), p. 637. Precisa este autor que la ISDA, a la que pertenecen las principales instituciones financieras del mercado, ha creado un acuerdo marco que es la base co-

modelo de “acuerdo marco”, de la ISDA, incluye varios mecanismos de mitigación de riesgos, sustentados todos en tres pilares básicos: el concepto de acuerdo único (sección 1.c); la condición precedente, que condiciona las obligaciones de cada parte a que no se haya producido ningún incumplimiento en relación con la otra parte (sección 2.a [iii]) y la cláusula de compensación por cierre (sección 6).

Como reacción ante la crisis financiera de fines del siglo pasada, entonces, reflejada en el colapso sufrido en Estados Unidos por el Hedge Fund “LTCM”, en 1998, la ISDA y el mercado de derivados han centrado gran parte de su atención en la implementación de reformas, incluidas la compensación obligatoria, los requisitos de margen y las regulaciones de capital, así como las oportunidades operativas creadas por la tecnología. En este proceso, se ha estimado que un sistema de compensación y de liquidación efectiva ayuda al crecimiento económico y a la estabilidad financiera, reduciendo el riesgo general del sistema, lo que ha sido refrendado por estadísticas publicadas por el BIS, que muestran que la compensación por cierre reduce significativamente el riesgo de las transacciones de derivados pendientes<sup>56</sup>. Por contrapartida, la ausencia de tales mecanismos (como ocurría precisamente antes de la Ley n.º 20190), implica que estos créditos quedan sometidos al régimen concursal general de congelación de los activos y pasivos, al inicio del procedimiento, lo que tiene el potencial de afectar los pagos y entregas realizadas en virtud de transacciones regidas por un acuerdo marco ISDA, en el periodo previo a la insolvencia; y ello, por tanto, justifica su tratamiento concursal especial<sup>57</sup>. Lo explica así el BC:

---

mún para todos los contratos de derivados OTC en todo el mundo, y busca superar áreas potencialmente problemáticas como la compensación y la garantía. Sin embargo –agrega–, la ISDA, como asociación internacional privada, no puede sostener su gobernanza por sí sola, por lo que debe influir en los gobiernos nacionales para garantizar que su acuerdo marco sea ejecutable, al igual que las disposiciones de la Ley Modelo y Guía de Compensación ISDA de 2018, cuya primera versión data del año 2002, revisada el 2006. Disponible en [www.isda.org/a/soxTE/2018-ISDA-Model-Netting-Act-and-Guide-%E2%80%93Spanish-Translation.pdf](http://www.isda.org/a/soxTE/2018-ISDA-Model-Netting-Act-and-Guide-%E2%80%93Spanish-Translation.pdf) [fecha de consulta: 22 de octubre de 2024].

En el ámbito público e internacional, además, el Foro de Banqueros Centrales de Basilea también se ocupa de la supervisión del sector y ha emitido una serie de advertencias sobre posibles fuentes de inestabilidad derivadas del mercado de derivados.

<sup>56</sup> Según el BIS, la exposición crediticia bruta (medida que ajusta los valores de mercado de las transacciones de derivados extrabursátiles pendientes para acuerdos de compensación legalmente exigibles), era de 3,2 billones de dólares a fines de junio de 2020, equivalente a solo el 21 % del valor bruto de mercado: MOTANI (2022), pp. 48-49. Agrega este autor que la compensación de posiciones cortas efectiva atrae, también, a los bancos extranjeros, al facilitar sus relaciones con contrapartes locales, lo que ayuda a aumentar la liquidez y la competencia.

<sup>57</sup> Siguiendo este criterio, el art. 136 inc. 4.º de la LGB señala que en caso de liquidación forzosa de un banco, se compensarán las obligaciones conexas emanadas de operaciones con productos derivados efectuadas de conformidad con lo dispuesto en el inc. 2.º del art. 69

“[...] los convenios marco permiten a las partes establecer términos y condiciones generales bajo los cuales se realizarán las transacciones, estableciendo protocolos estándar, por ejemplo para definir eventos de incumplimiento (default) y procedimientos para el cierre de las transacciones [...]”.

Al materializarse alguno de los eventos de *default* establecidos en el convenio marco, la contraparte cumplidora (*non-defaulting party*) tiene el derecho a acelerar las operaciones vigentes. Las posiciones aceleradas resultantes se valoran según una metodología establecida y negociada con anterioridad en el convenio marco, determinando el costo de reemplazo de las transacciones. Para calcular la posición neta final se compensan los resultados de la valoración, por cuanto cada transacción particular puede resultar con valor positivo o negativo dependiendo de la contraparte y condiciones de mercado. De esta forma, en caso de insolvencia, todos los contratos de derivados *OTC* suscritos bajo un mismo convenio marco se reducen a una obligación neta para una de las partes. Este proceso de cierre anticipado y compensación se conoce en el ámbito internacional como *close-out netting*<sup>58</sup>.

Es así, entonces, que, en el año 2009, el Consejo del BC fijó el sentido y alcance de los términos y condiciones generales que deben observar los convenios marco de contratación de derivados reconocidos como tales en Chile (a los que nos referiremos *infra*), en que sea parte una empresa bancaria establecida en el país o cualquier otro inversionista institucional, para efectos de la compensación de las obligaciones recíprocas conexas en caso de quiebra o liquidación forzosa de alguna de dichas entidades. Acordó, además:

“extender el citado reconocimiento respecto de los convenios marco de contratación de derivados aprobados por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras de Chile A.G. (‘ABIF’), sobre Condiciones Generales para Contratos de Derivados en el Mercado Local, conforme a sus versiones protocolizadas con fecha 13 de enero de 2009”.

En la adopción de dichos acuerdos, el BC puso especial énfasis en que:

“la propuesta de política se vincula con el propósito de evitar cualquier controversia jurídica respecto de la validez y eficacia de las causales de exigibilidad anticipada que se convengan por las partes en los Convenios reconocidos por el Banco”;

n.º 6 de dicha ley, respecto de las cuales se aplicará a la empresa bancaria en liquidación forzosa lo señalado en el inc. 2.º y ss. del art. 140 de la Ley n.º 20720.

<sup>58</sup> BANCO CENTRAL DE CHILE, “Minuta explicativa modificaciones a la regulación de compensación de derivados”.

aclarando, no obstante, que la aplicación de las causales contenidas en dichos convenios tendrán plena aplicación

“excepto en las situaciones específicas que se contemplan con el objeto de resguardar las facultades de las Superintendencias del área económica respecto de las entidades sujetas a su supervisión legal; como también, en cuanto a cautelar las potestades normativas del Banco circunscritas al objeto fijado en su Ley Orgánica Constitucional”.

Se dijo, en fin, que con este mecanismo:

“se otorgará certeza jurídica tanto a contrapartes locales como extranjeras en cuanto a que, de conformidad con la legislación chilena, las normas impartidas por el Banco Central de Chile en relación al reconocimiento conferido respecto de los señalados Convenios, dan lugar a la compensación de obligaciones recíprocas conexas emanadas de operaciones de derivados, que se origine por la aplicación de causales de exigibilidad anticipada acordadas en dichos Convenios para el caso de quiebra o liquidación forzosa de una de las partes”<sup>59</sup>.

34

No se trata, en suma, de respaldar aquí cualquier operación con derivados OTC frente a la insolvencia, sino de atender a aquellas que tienen el potencial de incidir en el equilibrio y estabilidad del mercado financiero, por haber sido celebradas por entidades –en este caso bancarias e inversionistas institucionales<sup>60</sup>– cuyos niveles de exposición y riesgo deben mantenerse bajo estricto control<sup>61</sup>. En este sentido, por tanto, el art. 140 de la LC opera como una verdadera bisagra, en cuanto herramienta que articula, por un lado, las funciones del BC en su papel de rector de la política monetaria del país

<sup>59</sup> BANCO CENTRAL DE CHILE (2009).

<sup>60</sup> Como apuntan Fernando Ávalos y Ramón Moreno, casi todas las transacciones locales en derivados sobre divisas se producen en el Mercado Cambiario Formal, que es un mercado *OTC*, principalmente compuesto de bancos comerciales residentes chilenos, incluidas filiales de bancos internacionales: ÁVALOS y MORENO (2013).

<sup>61</sup> Según plantea el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, para el cálculo del valor de exposición de los bancos para posiciones de la cartera de negociación, los instrumentos como los *swaps*, futuros, contratos a plazo y derivados crediticios “deberán convertirse a posiciones conformes con los requerimientos de capital en función del riesgo, y se descompondrán en sus tramos individuales. Sólo deberán tenerse en cuenta aquellos tramos de operaciones que representen exposiciones con arreglo al marco para grandes exposiciones”: COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA (2014), p. 10.

y del normal funcionamiento de los pagos internos y externos<sup>62</sup> y, por el otro, el manejo de la crisis de insolvencia de una de las partes en estos contratos de derivados, en los que interviene un banco u otro inversionista institucional y que gatilla, como se dijo, el mecanismo compensatorio tutelar ya dicho.

### 1.1. Visión crítica del régimen especial de compensación de derivados como herramienta concursal

Advirtamos, con todo, que este tratamiento privilegiado de compensaciones en sede concursal ha sido criticado por parte de la doctrina, que estima que los costos de estos tratamientos excepcionales se terminan transfiriendo a los demás acreedores, que no tienen un trato similar. Así, a juicio de Patrick Bolton y Martin Oehmke<sup>63</sup>, aunque el tratamiento privilegiado de los derivados reduce el riesgo de contraparte en los mercados de derivados, aumenta el riesgo crediticio para los acreedores de la empresa, que ahora enfrentan mayores pérdidas en caso de incumplimiento, derivadas precisamente de ese tratamiento de privilegio. Para estos autores, además, ante la existencia de estos mecanismos especiales de compensación,

“los acreedores de la empresa –contrapartes de derivados– anticipan los costos eventuales que puede generar este régimen de liquidación y compensación, dependiendo del saldo anticipado resultante de la compensación al día de la declaración de la quiebra, lo que conduce a un segundo efecto compensatorio: tales acreedores exigirán garantías y pagos de deuda o reembolsos más altos, para compensar el mayor riesgo crediticio que enfrentan, lo que aumenta la demanda de cobertura de la empresa y anula los beneficios de este sistema, por los requisitos concomitantemente más altos de garantía para la contraparte del derivado”<sup>64</sup>.

Por su lado, Franklyn Edwards y Edward Morrison apuntan al efecto de suspensión automática (*automatic stay*) que produce la quiebra y a la excep-

<sup>62</sup> Así lo señala expresamente el BC: “[...] se considera especialmente que los referidos Acuerdos cautelan la función del Banco Central de Chile de velar por el normal funcionamiento de los pagos internos y externos, y contribuyen a perfeccionar los resguardos disponibles para enfrentar situaciones que puedan afectar la estabilidad del sistema financiero chileno, promoviendo un sano desarrollo de los mercados de derivados en el país, permitiendo la mitigación del riesgo de contraparte en dichas operaciones”. BANCO CENTRAL DE CHILE (2009).

<sup>63</sup> BOLTON & OEHMKE (2015), p. 2354 traducción del autor.

<sup>64</sup> *Op. cit.*, p. 2355 traducción del autor.

ción que establece el *B. Code* respecto de los contratos de derivados, la que ha sido justificada en cuanto herramienta que permite minimizar la exposición a pérdidas derivadas de la insolvencia de un deudor. Por esta vía –dicen–:

“si una contraparte ha celebrado múltiples contratos de derivados con el deudor, la contraparte puede compensar contratos ‘*in the money*’ (que serán los rentables para ella, por estar ‘dentro del dinero’) con otros ‘*out of the money*’ (que serán los no rentables y menos atractivos)” (paréntesis agregados);

y si el deudor ha aportado una garantía suficiente para cubrir sus obligaciones, “las exenciones de la suspensión automática eliminan de manera efectiva la exposición de una contraparte a pérdidas”<sup>65</sup>.

Los mismos autores, sin embargo, cuestionan que la normativa concursal pueda reducir realmente y por sí sola el riesgo sistémico del mercado. Ponen para ello el ejemplo de la crisis de insolvencia de LTCM en 1998, que obligó a la Reserva Federal a implementar un plan de rescate, con el apoyo de un consorcio de bancos de Wall Street, incluyendo Goldman Sachs, Merrill Lynch y J.P. Morgan, entre otros, para evitar que LTCM pidiera su quiebra. De haberse declarado esa quiebra –dicen–, y como consecuencia precisamente de la aplicación de las normas de protección de los derivados y excepción del *automatic stay*, contenida en el *B. Code*<sup>66</sup>, sus contrapartes de derivados habrían terminado y liquidado de inmediato y cuanto antes sus contratos de derivados con LTCM, puesto que cualquier tardanza habría significado una caída en el precio de venta de las garantías involucradas “porque otras contrapartes ya habrían vendido su garantía en masa”, elevando así –adicionalmente– los costos de cobertura para contrarrestar los riesgos de dichos contratos. Si

<sup>65</sup> EDWARDS & MORRISON (2005), pp. 96-97 traducción del autor. Observan estos autores que el temor a que la insolvencia de una contraparte pudiera desencadenar un colapso sistémico en el mercado de derivados extrabursátiles (*OTC*) se debe en parte al hecho de que este enorme mercado está dominado por unos pocos grandes bancos internacionales y firmas de valores. A fines de 2002, por ejemplo, el valor nocional de los derivados de tasas de interés, créditos y acciones, ascendía a más de ciento cuarenta billones de dólares, con un valor de mercado bruto de alrededor de 6,4 billones de dólares. Durante ese mismo año, los diez mayores distribuidores de derivados *OTC* fueron contrapartes de la mayoría de las transacciones de derivados que tuvieron lugar, y siete bancos estadounidenses tenían más del 95 % de la exposición nocional a derivados del sistema bancario estadounidense; y ello –acotan–: “plantea la posibilidad de que un problema (como la insolvencia) con un importante distribuidor de derivados (es decir, un banco comercial o de inversión) pudiera repercutir en todo el mercado de derivados *OTC* y causar dificultades financieras mucho más allá de los mercados de derivados”: EDWARDS & MORRISON (2005), p. 98.

<sup>66</sup> Véase la sección 362 (b)(6), en relación con las secciones 555 y 556 del *B. Code*.

no se hubieran adoptado esas disposiciones de protección de contratos de derivados en el *B.sist Code* –agregan–:

“es muy probable que no hubiera habido un cierre abrupto y desordenado de las posiciones de LTCM o una desmantelación de la cartera de LTCM en una liquidación forzosa”,

y con ello la necesidad de que la Reserva Federal y la banca en general intervinieran para evitar una paralización de los mercados<sup>67</sup>. Concluyen, por tanto, que el episodio de LTCM sugiere que el riesgo más importante para la estabilidad financiera puede provenir, precisamente,

“de la posibilidad de que las contrapartes de derivados, exentas de las disposiciones de suspensión automática del Código de Quiebras, puedan ‘huir’ de una empresa (o empresas) en dificultades financieras, causando una escasez de liquidez que tiene el potencial de extenderse a otras empresas y mercados y causar una crisis generalizada”<sup>68</sup>.

De lo dicho se desprende, en suma, que no es la norma concursal la llamada a dar por sí misma estabilidad a los mercados financieros, ni a restablecerla cuando ella se pierde y, en ello, el art. 140 inc. 2.º de la LC no es la excepción y, por contrapartida, el sentido y la finalidad de esta norma no debe buscarse tampoco entre los fines y principios propios del concurso, pues, como ya se dijo, sus alcances apuntan en otro sentido y vienen diseñados, incluso, en clave de excepción al principio de la *par conditio creditorum* y a la regla general sobre compensaciones. Se trata, en fin, de una figura especialísima de regulación financiera, que, aunque ajena a los fines del concurso, se vale de la norma concursal a modo de insumo para implementar un mecanismo de regulación financiera a cargo del BC, cuya atención viene pues-

37

<sup>67</sup> EDWARDS & MORRISON (2005), pp. 102-103 traducción del autor.

<sup>68</sup> *Op. cit.*, pp. 105 traducción del autor. Aclaran estos autores, con todo, que la experiencia de LTCM no significa que la tutela especial de los derivados, que otorga el *B. Code*, sea un error, sino simplemente una muestra de que la alusión al riesgo sistémico, como justificante para eximir a los contratos de derivados del *automatic stay*, no tiene mucho sentido y ofrece poca ayuda para aliviar dicho riesgo potencial. Destacan que el *Código* reduce efectivamente los costos de transacción de la cobertura de riesgos: “pues una contraparte estará más dispuesta a celebrar un contrato de derivados con una empresa (o lo hará a un precio más bajo) si puede minimizar los costos en los que puede incurrir si la empresa sufre dificultades financieras”; y en este sentido –agregan–, el *Código* reduce ciertamente estos costos (i) al proteger a las contrapartes contra el *Cherry Picking* del deudor, incentivado naturalmente a cumplir los contratos que más le favorecen y a desechar (incumplir) los demás y (ii) al aumentar la velocidad con la que una contraparte puede hacer efectiva la garantía pactada: pp. 116-117.



ta no en la maximización del activo concursable del deudor, para el pago en igualdad de condiciones a la masa de acreedores, sino en el funcionamiento y estabilidad del sistema bancario y de los inversionistas institucionales. Es, en resumidas cuentas, un punto de conexión entre dos ramas del derecho, financiero y concursal, que coadyuvan entre sí para el logro de un bien jurídico que el legislador considera primordial y cuya incidencia para los restantes acreedores del deudor en liquidación concursal es apenas marginal, dada la baja utilización de operaciones con derivados por parte de las empresas no bancarias residentes en Chile<sup>69</sup>; factor que explica, a su vez, en que no se tenga registro de liquidaciones concursales de tales empresas durante la vigencia de la Ley n.º 20720, en que haya operado este mecanismo especial de compensaciones<sup>70</sup>.

### 1.2. Régimen de compensación y convenios marco del BC

Como se adelantó, un contrato de derivados no depende de –ni se conecta necesariamente con– otro contrato vinculado funcionalmente, pues para su mecánica interna solo resulta pertinente y relevante aquella relación teórica y externa que se genera entre aquel y el mercado subyacente del cual “deriva” (el activo subyacente), cuya variación de precios es la que determina finalmente el alcance e importe de la prestación.

Así, por ejemplo, y volviendo al caso del *swap* de tasas de interés, debe recordarse que allí las tasas establecidas (fija y variable), el capital notional o de referencia sobre el cual deben calcularse, y las compensaciones que operan entre ellas, son elementos que interactúan *intra contrato*, lo que cobra sentido precisamente atendida la naturaleza aleatoria del derivado el *swap* y su dinámica de compensación sucesiva de tasas de interés futuras. Distinto es si el contrato de derivado se vincula, a su vez, con otro contrato (que suele ser uno de apertura de crédito), que lo complementa funcionalmente para el logro de un mismo objetivo económico generando –ahora sí– un escenario

<sup>69</sup> Los principales participantes en los mercados de derivados en Chile son las instituciones bancarias residentes. A septiembre 2024, para los subyacentes de tipos de cambio, tasas de interés e inflación, lo bancos locales participaron en un 76 %, 78 % y un 98 % de los montos notoriales vigentes, respectivamente: (BENAVIDES, BUSTAMANTE Y VILLENA (2024), p. 3. Del mismo modo, al cierre de noviembre 2024, el tamaño del mercado de derivados bancarios en Chile registró un monto vigente de USD1 427 582 millones, incluyendo todas las operaciones con derivados realizadas entre bancos y entre estos y empresas no bancarias. De ellas, y para seguir con el ejemplo planteado en el texto, los *swap* de tasas de interés registraron un monto vigente en pesos hasta dos años de \$434 772 mil millones, de los cuales solo \$14 109 mil millones corresponden a residentes no bancos: BANCO CENTRAL DE CHILE (2024).)

<sup>70</sup> Información obtenida directamente por el autor en la Superintendencia de Insolvencia y Reemprendimiento. No existen registros estadísticos.

de contratos conexos; pero lo cierto es que el derivado como tal y por sí solo no es ni puede asimilarse a la figura de los contratos conexos, ni el contrato vinculado a él (en el ejemplo, el contrato de apertura de crédito) queda comprendido en la figura del art. 140 de la LC.

Esta independencia y autonomía de cada contrato de derivado, por tanto, se traduce en que los saldos que arroje cada uno de ellos deben ser contabilizados caso a caso y por separado; situación que, de no existir la posibilidad de compensar anticipadamente los saldos netos a la fecha de la declaración de liquidación, que abarque, además, un conjunto de derivados distintos celebrados dentro de un mismo marco o convenio, genera un riesgo financiero –principalmente para los bancos nacionales y extranjeros que intervienen en estas operaciones– imposible de prever y cuantificar, para el caso en que dicha liquidación se declare finalmente. Así, por ejemplo, si en razón de varias operaciones de derivado un banco es acreedor por un millón y, a su vez, es deudor por un millón respecto de un cliente, bajo un escenario de compensación, podría contabilizar esas operaciones en cero. En cambio, si no existe posibilidad de compensar (efecto suspensivo normal una vez declarada la liquidación concursal), tendría que contabilizar las operaciones separadamente, entendiéndose que le otorgó un crédito a ese cliente por un millón, que no se compensará con lo que le debe, con lo que puede quedar alcanzado, además, por límites de crédito (típicamente los del art. 84 de la LGB). En cambio, si opera la compensación, puede contabilizar en cero y tiene todo el margen para seguir realizando operaciones con dicho cliente. El BC lo ejemplifica de la siguiente forma:

“en un caso en que las posiciones aceleradas sean de \$2.000 a favor de la contraparte no cumplidora y de \$2.100 a favor de la contraparte cumplidora, existen dos escenarios: uno en que se reconoce el *close out netting* y otro en que no.

En una jurisdicción que reconoce el *close-out netting*, hay certeza de que existe solo una obligación de pago por \$100 de la contraparte no-cumplidora. La contraparte cumplidora es un acreedor general que deberá posteriormente, si fuera el caso, concurrir al correspondiente proceso concursal de acreedores para intentar recuperar sus \$100.

Si el *close-out netting* no se reconoce, es posible que en un proceso concursal la contraparte no-cumplidora reclame el pago del saldo bruto por \$2.000 al tiempo que la entidad cumplidora queda con el saldo bruto de \$2.100 por cobrar junto a la masa de acreedores. Una situación de este tipo es claramente mucho más compleja de administrar y requiere que las contrapartes constituyan mayores niveles de garantías y provisiones”<sup>71</sup>.

<sup>71</sup> BANCO CENTRAL DE CHILE. “Minuta explicativa modificaciones...”, *op. cit.*

Es por lo anterior, entonces, que el art. 140 de la LC –y antes el art. 69 de la LQ– aclara que la conexión a que se alude allí no se produce “puertas adentro” de cada contrato de derivado, ni tampoco entre este y otro distinto con el que pueda vincularse (comúnmente uno de apertura de crédito celebrado con un banco), sino solo entre contratos de derivados y cuando concurran los siguientes elementos adicionales:

- a) Que entre las partes (aquí deudor y acreedor) se haya celebrado alguno de los convenios marco de contratación autorizados por el BC<sup>72</sup>, regulados en el capítulo III.D.2-1 del *CNFBC*, sobre “reconocimiento y regulación de convenios marco de contratación de derivados para efectos que indica”<sup>73</sup>, que incluya dos o más contratos de derivados celebrados por aquellas y
- b) Que en dichos(s) convenio(s) se haya estipulado expresamente la compensación de los saldos resultantes de cada contrato en caso de liquidación de una de las partes (*close out netting*)<sup>74</sup>.

<sup>72</sup> El FINANCIAL STABILITY BOARD (2024), en su versión revisada de 25 de abril de 2024, destaca la importancia de contar con marco jurídico sobre derechos de compensación, acuerdos contractuales de neteo y colateralización y segregación de activos de clientes que sea “claro, transparente y ejecutable durante una crisis o resolución de empresas, y no debe obstaculizar la implementación efectiva de medidas de resolución”: apartado 4.1, sobre Set-off, netting, collateralisation, segregation of client assets; entendiéndose que la fase de resolución debe iniciarse “cuando una empresa ya no es viable o es probable que deje de ser viable y no tiene perspectivas razonables de llegar a serlo”: apartado 3.1.

<sup>73</sup> El anexo 1 de la norma, aprobada por Acuerdo del Consejo del BC adoptado en su sesión ordinaria n.º 2337, de 3 de septiembre de 2020 (*D.O.* de 7 de septiembre de 2020), reconoce concretamente los siguientes: a) Convenios marco denominados “1992 ISDA Master Agreement”, en sus modalidades de contratación “Local Currency-Single Jurisdiction” y “Multicurrency-Cross Border”, y “2002 ISDA Master Agreement”; b) las “Condiciones generales para contratos de derivados en el mercado local” del año 2009, aprobadas por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras A.G. y protocolizadas con fecha 13 de enero de 2009, en la notaría de Santiago de Raúl Undurraga Laso, repertorio n.º 220-2009; c) el “El Convenio Complementario de Condiciones Generales Contratos de Derivados en el Mercado Local (Red de SINACOFI)”, aprobado por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras A.G., protocolizado con fecha 13 de enero de 2009, en la notaría de Santiago de Raúl Undurraga Laso, repertorio n.º 221-2009; d) el “Convenio Complementario de Condiciones Generales Contratos de Derivados en el Mercado Local, para Contratos de Opciones”, aprobado por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras A.G., protocolizado en la referida notaría con fecha 7 de marzo de 2008, repertorio 1176-2008, en lo referente a las operaciones de las letras b) y c) anteriores; e) Las “Condiciones Generales para Contratos de Derivados en el Mercado Local”, aprobadas por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras A.G., protocolizado con fecha 6 de julio de 2020, en la notaría de Santiago de Luis Ignacio Manquehual Mery, repertorio n.º 9170-2020; y f) El “Anexo Complementario de Adecuación y Modificaciones a las Condiciones Generales de Contratos de Derivados en el Mercado Local”, aprobado por la Asociación de Bancos e Instituciones Financieras A.G., protocolizado con fecha 6 de julio de 2020, en la notaría de Santiago de Luis Ignacio Manquehual Mery, repertorio n.º 9172-2020.

<sup>74</sup> El numeral 10.1. de las CG del año 2020, del BC, que fijan el modelo de convenio marco, señala: “10.1.- En caso que uno o más Contratos entre las mismas partes celebrados al

Según se indica, a su vez, en las CG del BC (protocolizadas con fecha 6 de julio de 2020 en la notaría de Santiago de Luis Ignacio Manquehual Mery, repertorio n.º 9170-2020<sup>75</sup>):

“todos los Contratos que celebren las partes conforme a ellas, constituirán una misma relación jurídica y un mismo contrato y las obligaciones derivadas de cualquiera de los anteriores tendrán el carácter de conexas, por derivar de un mismo contrato y una misma negociación”,

configurando con ello una figura contractual especialísima de doble compensación o de compensaciones complementarias superpuestas: unas que operan al interior de cada uno de estos contratos de derivados, que se celebran en el contexto de los referidos convenios (que denominaremos aquí como compensaciones de primer grado o *intracontrato*); y otras que tienen lugar tomando como referencia el saldo deudor o acreedor que resulta de la liquidación de cada uno de esos contratos, en las fechas establecidas en ellos (o compensaciones de segundo nivel o *intercontrato*). Lo explica así el BC:

“Los ‘Convenios Marco’ para suscribir contratos bilaterales de derivados OTC corresponden a una herramienta relevante para contener los riesgos financieros que subyacen en estas operaciones. Con este objetivo, los convenios marco permiten a las partes establecer términos y condiciones generales bajo los cuales se realizarán las transacciones, estableciendo protocolos estándar, por ejemplo para definir eventos de incumplimiento (default) y procedimientos para el cierre de las transacciones [...]. Al materializarse alguno de los eventos de default establecidos en el convenio marco, la contraparte cumplido-

41

amparo de estas Condiciones Generales, se encuentren vencidos y pendientes de cumplimiento, ya sea en las fechas pactadas, por aceleración, liquidación anticipada o por cualquiera otra causa, incluyendo para estos efectos la exigibilidad anticipada por el solo ministerio de la ley en virtud de la declaración de la Liquidación Forzosa Bancaria o de la Resolución de Liquidación Concursal, según corresponda, con arreglo a lo dispuesto en la Ley General de Bancos y en la Ley N° 20.720, las partes acuerdan por este instrumento compensar el total de las obligaciones recíprocas bajo todos esos Contratos, hasta la concurrencia del monto menor y la parte que resulte deudora pagará sólo dicha diferencia a la otra (el ‘Diferencial’). Para estos efectos, se calculará y determinará el valor de cada una de dichas obligaciones recíprocas en la forma prevista en la cláusula 8 de estas Condiciones Generales y las partes ejecutarán la compensación de todas ellas en la Fecha de Liquidación Anticipada”. Sobre la aplicación de este mecanismo de *close up netting* puede consultarse también BANCO CENTRAL DE CHILE (2019).

<sup>75</sup> Disponible en [www.abif.cl/wp-content/uploads/2021/03/protocolizacio%CC%81n-condiciones-generales-para-contratos-de-derivados-en-el-mercado-local.pdf](http://www.abif.cl/wp-content/uploads/2021/03/protocolizacio%CC%81n-condiciones-generales-para-contratos-de-derivados-en-el-mercado-local.pdf) [fecha de consulta: 29 de agosto de 2024].

ra (*non-defaulting party*) tiene el derecho a acelerar las operaciones vigentes. Las posiciones aceleradas resultantes se valoran según una metodología establecida y negociada con anterioridad en el convenio marco, determinando el costo de reemplazo de las transacciones. Para calcular la posición neta final se compensan los resultados de la valoración, por cuanto cada transacción particular puede resultar con valor positivo o negativo dependiendo de la contraparte y condiciones de mercado. De esta forma, en caso de insolvencia, todos los contratos de derivados OTC suscritos bajo un mismo convenio marco se reducen a una obligación neta para una de las partes. Este proceso de cierre anticipado y compensación se conoce a nivel internacional como ‘close-out netting’ [...]”<sup>76</sup>.

### 1.3. Derivados, convenio marco y exigibilidad anticipada

Para fijar el momento en que debe operar la compensación y los montos involucrados en ella, el art. 140 inc. 2º de la LC establece un régimen especial de exigibilidad anticipada de las obligaciones recíprocas que emanen de estos contratos de derivados, no vencidas al tiempo de dictarse la resolución de liquidación. Señala en tal sentido que estas obligaciones se harán exigibles, precisamente, “a la fecha de la dictación de la Resolución que Ordena la Apertura del Procedimiento Concursal de Liquidación”, lo que resulta coherente a su turno con la regla general que establece la misma disposición, en su inc. 1.º, en cuanto a que la sola dictación de la sentencia de liquidación “impide toda compensación que no hubiere operado antes por el ministerio de la ley, entre las obligaciones recíprocas del Deudor y los acreedores”.

Por su parte, el numeral 8.1. de las CG prescribe:

“Si durante la vigencia de un Contrato ocurre uno o más de los hechos que se señalan en el Anexo A de estas Condiciones Generales<sup>77</sup>, la Parte Afectada podrá exigir la anticipación de la o las Fechas de

<sup>76</sup> BANCO CENTRAL DE CHILE. “Minuta explicativa modificaciones...”, *op. cit.*

<sup>77</sup> El numeral 1, letra a), del anexo A de las CG, establece en lo pertinente:

“Causales de liquidación anticipada aplicables exclusivamente a la parte que no tenga la calidad de Inversionista Institucional.

(a) Si se solicitare su liquidación o ésta fuera declarada en conformidad a la Ley N° 20.720, o si éste cayera en cesación de pagos o en situación de insolvencia, hiciere cesión de bienes, reorganización o renegociación a sus acreedores o celebrara un acuerdo de reorganización extrajudicial o simplificado o solicitara su aprobación con sujeción a los procedimientos de la Ley N° 20.720 o si ocurriese cualquier otro hecho o circunstancia que comprometa seriamente su solvencia, sin perjuicio de la Protección Financiera Concursal, según se define en la Ley 20.720”.

Pago, según corresponda, del o los Contratos que se encontraren pendientes de vencimiento”.

El numeral 8.5., a su vez, reitera lo dispuesto por el art. 140 inc. 2.º de la LC, agregando que la liquidación de los saldos acreedor o deudor, exigibles anticipadamente como ya se dijo, se calculará en conformidad al numeral 8.4 de las mismas CG, “pero sin necesidad de las comunicaciones o avisos entre las partes”.

Como se puede ver, la operativa que establece aquí la ley, complementada por la normativa ya mencionada del BC, consagra un régimen de exigibilidad anticipada de créditos –los resultantes de la compensación entre los saldos de los distintos contratos de derivados– que traspasa los fines establecidos en el art. 136 de la LC, sobre exigibilidad anticipada de las obligaciones del deudor, configurándose así un privilegio para el acreedor constituido como entidad bancaria o inversionista institucional, cuyo crédito quedará extramuros del concurso. La figura, en cualquier caso, no es novedosa y menos una creación del regulador nacional, que no ha hecho más que recoger las directrices ISDA, según se dijo *supra*. Así lo han hecho otros ochenta y dos países a la fecha, que han adoptado una legislación sobre compensación<sup>78</sup>. Es así como, ya a comienzos de este siglo, Franklyn Edwards y Edward Morrison, refiriéndose al *Bankruptcy Code* estadounidense, advertían precisamente que:

“el Código contiene numerosas disposiciones que otorgan un tratamiento especial a los contratos de derivados financieros, la más importante de las cuales exime a estos contratos de la ‘suspensión automática’ y permite a las contrapartes rescindir contratos de derivados con un deudor en quiebra y embargar la garantía subyacente. Ninguna otra contraparte o acreedor del deudor tiene tal libertad; por el contrario, la suspensión automática les prohíbe realizar cualquier acto que amenace los activos del deudor”<sup>79</sup>.

En estos casos, la señalada aceleración de créditos no se produce para hacer posible su verificación en el procedimiento de liquidación, como ocurre con el señalado efecto inmediato del art. 136, sino –por el contrario– para permitir que dichos créditos, que favorecen finalmente al acreedor por esta dinámica de compensaciones compuestas y superpuestas, puedan ser extinguidos total o parcialmente fuera del concurso, en la parte compensada; y ello, por cierto, constituye una excepción a la regla general del art. 140 inc. 1.º, ya mencionada.

<sup>78</sup> El listado de países que han adoptado las directrices ISDA puede encontrarse en [www.isda.org/2020/07/03/status-of-netting-legislation/](http://www.isda.org/2020/07/03/status-of-netting-legislation/) [fecha de consulta: 31 de diciembre de 2024].

<sup>79</sup> EDWARDS & MORRISON (2005), p. 91 traducción del autor.

Dadas las consecuencias y preferencias que supone, con todo, la aplicación y control de la fórmula se encuentra encomendada por la ley, de manera exclusiva, a las decisiones que pueda adoptar en tal sentido el Consejo del BC, pues son solo los convenios por él autorizados los que permiten acceder a tales efectos y beneficios; y como se acaba de señalar, en esto solo califican aquellas grandes operaciones en las que intervienen bancos establecidos en Chile –sea entre ellos y, principalmente, con bancos extranjeros– e inversionistas institucionales. Es en esas operaciones en las que centra básicamente el BC, más que en las que puedan realizar las empresas con dichos bancos<sup>80</sup>, lo que resulta concordante, además, con el reducido número de operaciones con derivados en las que participan las empresas no bancarias residentes en Chile, según se dijo *supra*. La razón de ello, aunque no se menciona ni en la historia del establecimiento de la Ley n.º 20720 ni en su modificación por la Ley n.º 21641, debe buscarse en las funciones propias que la Constitución y la ley le asignan al BC, en cuanto a mantener la estabilidad del mercado de capitales y del sistema financiero (arts. 34 y 35 de la Ley n.º 18840), atendida la intervención en estas operaciones de inversionistas institucionales y bancos<sup>81</sup>, de manera que serán los criterios de selección de aquel los que determinen, finalmente, qué operaciones de derivados podrán estar o no protegidas por esta vía.

44

2. *Situación de los bancos establecidos en Chile e inversionistas institucionales: liquidación forzosa y compensaciones por inestabilidad financiera.*  
*Breve referencia a las “operaciones REPO”*  
*(Ley n.º 21641)*

El art. 140 de la LC, inc. 4.º, se refiere en concreto a los convenios marco sobre operaciones REPO o de derivados en que sea parte un banco o cualquier otro inversionista institucional, precisando que las causales de termi-

<sup>80</sup> El fenómeno no es exclusivo del sistema financiero chileno, sino que se plantea, también, en mercados mucho más profundos, como el estadounidense. Refiriéndose a este punto, Franklyn Edwards y Edward Morrison destacan precisamente que el temor al riesgo sistémico –y con él la regulación del *B. Code*– se justifica solo en casos que involucran la insolvencia de un participante importante del mercado financiero, con el que otras empresas han celebrado contratos de derivados de un valor y volumen masivos, lo que se aplica solo a una pequeña fracción de todas las empresas que celebran contratos de derivados, incluso en ese mercado: EDWARDS & MORRISON (2005), p. 98.

<sup>81</sup> Aparte de estos, como se dijo, se encuentran los denominados ISDA, utilizados mayormente en operaciones de financiamiento externo, que son los documentos que contienen los términos y condiciones de contratación de los convenios marco aprobados por la Asociación Financiera Internacional Privada, que agrupa a entidades participantes en la negociación de productos derivados denominada ISDA. La normativa del BC contempla concretamente los convenios marco denominados “1992 ISDA Master Agreement”, en sus modalidades de contratación “Local Currency-Single Jurisdiction”, “Multicurrency-Cross Border” y “2002 ISDA Master Agreement”.



nación y exigibilidad anticipada que tengan relación con inestabilidad financiera, administración deficiente u otras situaciones anteriores a la liquidación forzosa de esas entidades, que señale el BC, “sólo podrán hacerse efectivas una vez transcurrido el plazo que establezca dicha normativa”. Agrega la misma disposición que en caso de que la posición contractual de la entidad afectada por la situación descrita sea transferida durante dicho lapso a otra institución, las operaciones REPO o de derivados, según corresponda, comprendidas en el convenio marco, “conservarán sus términos y condiciones de vigencia originalmente estipulados”.

Lo anterior requiere, entonces, de las siguientes precisiones, puesto que la regulación del BC, a la que se remite el art. 140, contempla situaciones distintas:

- a) Desde luego, debe advertirse que el art. 140 inc. 4.º de la LC no se está refiriendo a la liquidación concursal del banco o inversionista institucional, sino a aquella de carácter administrativo regulada en el art. 130 y ss. de la LGB, declarada por la CMF previo acuerdo favorable del BC.
- b) En caso de liquidación forzosa –no concursal– de un banco establecido en Chile o de otro inversionista institucional, tanto la aceleración como la compensación que estuviere asociada a esta se verificarán tan pronto la CMF revoque la autorización de existencia y declare en liquidación forzosa a la empresa bancaria conforme a la LGB o, en su caso, se ordene la liquidación de cualquier otro inversionista institucional por la autoridad o tribunal competente, aplicándose en tal caso lo previsto en el inc. 3.º del art. 140 de la LC (capítulo III.D.2-1 del *CNFBC*, sección II, n.º 1).
- c) El capítulo III.D.2-1 del *CNFBC*, sección II, n.º 2, establece a su turno que si en los convenios marco, o en un anexo de estos, se estipula que la exigibilidad anticipada se producirá por el solo hecho de ocurrir uno o más eventos susceptibles de configurar alguna de las causales indicadas en las letras A) o B) del anexo n.º 2, del capítulo recién mencionado, relacionadas con inestabilidad financiera, administración deficiente u otras situaciones anteriores a la liquidación forzosa, la exigibilidad anticipada solo podrá hacerse efectiva mediante requerimiento de la parte cumplidora, una vez transcurrido un plazo de, al menos, dos días hábiles bancarios a contar de la fecha de ocurrencia del evento respectivo. En tales casos, las compensaciones tendrán lugar a la fecha del requerimiento, según el valor que tengan las obligaciones a esa fecha; pero la obligación de pagar o entregar el saldo neto resultante de dicha compensación solo será exigible, para cualquiera de las partes del convenio marco, una vez que se regularice la situación que originó la medida correspondiente.

Recientemente, por último, tras diez años de vigencia de la Ley n.º 20720, la Ley n.º 21641 (*D.O.* de 30 de diciembre de 2023), también conocida como “ley de resiliencia”, complementó el texto del art. 140 inc. 2.º de la LC, incorporando a él las denominadas “operaciones REPO” (del inglés *repurchase agreements*), definidas allí como:

“operaciones de venta con pacto de retrocompra o de operaciones de compra con pacto de retroventa u otras operaciones equivalentes según la definición contenida en el artículo 8 bis de la ley N° 18.876, que recaigan sobre alguno de los instrumentos a que se refiere el número 8 del artículo 1º de la ley N° 20.345”<sup>82</sup>.

Financieramente, el REPO funciona como un crédito colateralizado (en el caso regulado por el art. 140, solo títulos de bajo riesgo de la Ley n.º 20345), donde el título que se transfiere actúa como garantía de la operación, lo que los hace especialmente atractivos como alternativa de financiamiento de corto plazo a bajo costo. Contablemente, además, no deben ser consideradas como operaciones con derivados, lo que es particularmente relevante para aquellas instituciones que presentan límites en el uso de derivados.

Se trata, en concreto, de operaciones de compra con pacto de retroventa o de venta con pacto de retrocompra de activos financieros

“utilizadas por distintas entidades para administrar su liquidez de corto plazo, permitiéndoles:

- (i) ajustar su portafolio de activos a las necesidades de liquidez propias del negocio, administrar riesgos financieros y dar cumplimiento a exigencias regulatorias; y
- (ii) rentabilizar activos de bajo riesgo y aprovechar oportunidades de arbitrajes en mercados monetarios”;

operaciones que han tenido escaso desarrollo en Chile debido, precisamente –y entre otros factores– a la falta de claridad en cuanto al destino y tra-

<sup>82</sup> El BC las define como “operaciones financieras en que las partes acuerdan simultáneamente la venta spot de algún instrumento financiero, junto con un compromiso de compra futuro, a un precio predefinido”. Se trata de transacciones de amplia utilización en los mercados monetarios desarrollados, de interés, además, para diversos agentes como bancos, inversionistas institucionales y otras entidades financieras, quienes recurren al mercado monetario para administrar su liquidez de corto plazo o, bien, para rentabilizar activos de bajo riesgo que se encuentran inmovilizados en sus balances. Destacan, por ejemplo, en la Eurozona, con transacciones por USD 10,3 billones; Reino Unido, con USD 9,3 billones y Estados Unidos, con USD 4,4 billones, lo que contrasta con los USD 3 000 millones en Chile: BANCO CENTRAL DE CHILE (2021), pp. 49-50.

tamiento de ellas en caso de insolvencia de la parte deudora<sup>83</sup>. Por esta vía, además, el BC permite que las empresas bancarias puedan acceder a fuentes de liquidez, mediante la celebración de estas operaciones que, si bien no involucran el otorgamiento directo de un crédito, constituyen una herramienta que facilita el flujo de recursos mediante la transferencia de los títulos e instrumentos respectivos.

El objetivo de la modificación legal, entonces, apunta a fortalecer el mercado financiero por la vía de dar mayor certeza jurídica a las partes en este tipo de operaciones; o como dice el Mensaje presidencial con que se acompañó el proyecto al Congreso Nacional:

“Con el objeto de otorgar certeza jurídica en caso de incumplimiento de una de las partes de un convenio marco que genere obligaciones conexas por operaciones de venta con pacto de retrocompra o REPOs, se homologa el tratamiento de estas últimas al conjunto de obligaciones conexas reguladas en el artículo 140 de la ley N° 20.720, contemplando la posibilidad de aplicar mecanismos contractuales de compensación en aquella circunstancia”<sup>84</sup>.

Dado lo reciente de la incorporación de estos instrumentos al art. 140 de la LC, no existe aún normativa del BC que se aplique a ellos, como sí ocurre con los contratos de derivados. No obstante, el art. 140 de la LC, modificado como se dijo por la Ley n.º 21641, califica como obligaciones conexas a aquellas que surgen de REPO celebrados en el contexto de un convenio marco reconocido por el BC, protegiendo por esta vía de compensaciones los saldos brutos que se generan entre las partes, la ejecución de las garantías y, en último término, la estabilidad financiera en su conjunto.

47

## CONCLUSIONES

1. Los contratos de derivados no pueden considerarse en sí mismos como “contratos conexas”. El mecanismo legal de compensaciones del art. 140 inc. 2.º de la LC, entonces, no se refiere a aquella dinámica de compensaciones internas y sucesivas que es propia de los derivados, pues solo puede operar en la medida que existan dos o más contratos de derivados, celebrados entre unas mismas partes. Da cuenta, en cambio, de una dinámica de compensaciones *intra e inter* con-

<sup>83</sup> BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL (2024). Mensaje del Ejecutivo, en Historia de la Ley n.º 21.641, p. 3.

<sup>84</sup> *Op. cit.*, p. 7.

tratos de derivados, que en la actualidad solo puede operar cuando al menos una de las partes sea un banco establecido en Chile u otro inversionista institucional.

Las señaladas compensaciones, con todo, operan solo entre derivados, de manera que quedan fuera de este régimen aquellas obligaciones conexas surgidas de contratos que, aunque de común utilización y vinculados funcionalmente con un derivado (por ejemplo, contratos de apertura de crédito), no forman parte de los convenios autorizados por el BC.

2. Tratándose de las operaciones con derivados, la ley las asimila a las obligaciones conexas para efectos de compensar los saldos netos resultantes al tiempo de dictarse la resolución de liquidación concursal, los que se hacen exigibles a esa fecha por expresa disposición de ley. La figura, por tanto, da cuenta de un trato preferencial a las contrapartes de estos contratos sujetos a convenios marco autorizados por el BC (principalmente bancos e inversionistas institucionales), por cuanto, por esta vía extraordinaria, se autorizan compensaciones después de la resolución de liquidación y con ocasión de ella, lo que evita la contabilización individual de cada uno de esos contratos y la eventual saturación de los límites crediticios, amén del contagio del sistema financiero en su totalidad cuando los contratantes son agentes de especial relevancia y tamaño en el mercado (*too big to fail*), o con altos niveles de interconexión con otras entidades (*too interconnected to fail*)<sup>85</sup>.
3. El mecanismo bajo análisis se vale de la norma concursal (art. 140 de la LC, en relación con el art. 136 de la LGB); pero lejos de apuntar a la consecución de los fines del concurso y a la realización de sus principios y efectos –concretamente la *par conditio creditorum* y los efectos inmediatos del desasimiento y la fijación irrevocable de los derechos de los acreedores–, hace excepción a ellos, con miras al logro de un objetivo que poco o nada tiene que ver con dichos fines y propósitos: el funcionamiento y la estabilidad del mercado financiero, y el control de los pagos internos y externos por parte del BC, como bien jurídico que para el legislador merece un resguardo superior al que la LC le otorga a los restantes acreedores. Su destinatario final es el sistema bancario y los inversionistas institucionales, en cuanto agentes especialmente gravitantes en la estabilidad del mercado, más no –o al menos no de manera principal– las empresas no bancarias residentes en Chile, de escasa incidencia sistémica dada su reducida participación en este mercado. Por lo mismo, el trato

<sup>85</sup> MARKOSE, GIANANTE, GATKOWSKI & SHAGHAGHI (2010), p. 6.

preferente que se da a bancos e inversionistas institucionales, que han celebrado contratos de derivados con un deudor no bancario al amparo de un convenio marco BC, no constituye en la actualidad un factor que pueda afectar el crédito del resto de los acreedores, en el marco de un procedimiento judicial de liquidación concursal de dichas empresas.

4. Este sistema especialísimo de compensaciones ha sido criticado por una parte de la doctrina economicista, que no encuentra en él fundamentos sólidos y concluyentes que justifiquen el trato preferencial que confiere, respecto de los demás acreedores del deudor insolvente que ha sido parte de dichos contratos. No obstante, y más allá de las críticas razonables que puedan plantearse, su existencia resulta hoy indispensable –o al menos muy relevante– para el funcionamiento de los mercados de derivados en el ámbito nacional e internacional, lo que se evidencia en el creciente número de países afiliados al ISDA que han recogido las directrices de su *Master Agreement* (hoy 83, entre ellos Chile), cuyos sistemas y agentes financieros aspiran a que sus contrapartes reconozcan también este sistema de *close out netting*, como requisito previo para operar con derivados y REPOS.
5. Para controlar la aplicación y alcances de este régimen especial, la ley le encomienda al BC la definición de qué contratos de derivados resultan beneficiados con este mecanismo de compensaciones, en sus vertientes subjetiva y material, de manera que solo podrán acogerse a dicho estatuto los celebrados en el contexto de un “convenio marco” autorizado por aquel, que para estos efectos será considerado como un único y mismo contrato. Es el BC, por tanto, el único organismo que administra este régimen especial de compensaciones, por lo que, a fin de cuentas, el régimen especial de compensaciones del art. 140 inc. 2.º de la LC, tributario de las directices ISDA.

#### BIBLIOGRAFÍA CITADA

- ADELL, Ramón y Remedios ROMEO GARCÍA (1995). *Los contratos de futuros y las opciones financieras*. Madrid: Ediciones Pirámide S.A.
- ÁVALOS, Fernando y Ramón MORENO (2013). “Cobertura en mercados de derivados: la experiencia de Chile”. Disponible en [www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt1303ges.pdf](http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1303ges.pdf) [fecha de consulta: 24 de octubre de 2024].
- BAUTISTA PÉREZ, Fernando (2019). *Régimen jurídico de los derivados financieros. Especial referencia a la protección del inversor-consumidor*. Tesis doctoral. La Rioja, Universidad Internacional de La Rioja.
- BAUTISTA PÉREZ, Fernando (2020). *Régimen jurídico de los derivados financieros*. Madrid: Marcial Pons.

- BARBA, Vincenzo (2008). “La connessione tra i negozi e il collegamento negoziale. Parte prima”. *Rivista Trimestrale di Diritto e Procedura Civile*, vol. LXII, N. 3. Milano.
- BENAVIDES, Ignacio, Felipe BUSTAMANTE y José Miguel VILLENA (2024). *Estudios económicos estadísticos. Índices de concentración del mercado de derivados financieros en Chile*, n.º 143. Disponible en [www.siid.cl/estadisticas/metodologias-y-estudios](http://www.siid.cl/estadisticas/metodologias-y-estudios) [fecha de consulta: 3 de enero de 2025].
- BERNAD MAINAR, Rafael (2010). “A propósito de una pretendida teoría general de los contratos conexos”. *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, n.º 720. Disponible en [www.revistacritica.es/index.php/rcdi/issue/view/94](http://www.revistacritica.es/index.php/rcdi/issue/view/94) [fecha de consulta: 13 de septiembre de 2024].
- BERNSTEIN, William J. (2010): *Un intercambio espléndido. Como el comercio modeló el mundo desde Sumeria hasta hoy*. Barcelona: Ariel.
- BOLTON, Patrick & Martin OEHMKE (2015). “Should Derivatives Be Privileged in Bankruptcy?”. *The Journal of Finance*, vol. 70, Issue 6. Disponible en <https://onlinelibrary.wiley.com/toc/15406261/2015/70/6> [fecha de consulta: 4 de octubre de 2024].
- BOZZO HAURI, Sebastián (2015). “Incumplimiento de contratos vinculados en función de consumo y mecanismos de protección en el ordenamiento chileno”. *Revista de Derecho de la Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*, n.º XLV. Valparaíso.
- CARRASCO DELGADO Nicolás (2018). “Tres razones para la utilización de la eficiencia en el derecho procesal concursal”. *Revista Chilena de Derecho Privado*, n.º 30. Santiago.
- CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, Luis (2013). “El contrato de swap o permuta financiera”, en Carmen ALONSO LEDESMA y Alberto ALONSO URIBE *et al.* (dirs.). *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*. Madrid: Civitas.
- DE CONTRERAS Y VILCHES, Alfonso (2006). *El contrato de futuros financieros*. Madrid: Marcial Pons.
- DE LA ORDEN DE LA CRUZ, María del Carmen (2013). “La estandarización de los derivados *over the counter*”, en Carmen ALONSO LEDESMA y Alberto ALONSO URIBE *et al.* (dirs.). *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*. Madrid: Civitas.
- EDWARDS, Franklyn R. & Edward L. MORRISON (2005). “Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment?”. *Yale Journal on Regulation*, vol. 22, Issue 91. Disponible en [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/2425/](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/2425/) [fecha de consulta: 2 de enero de 2025].
- ELVIRA, Oscar y Pablo LARRAGA (2008). *Mercado de productos derivados*. Barcelona: Profit.
- FIGUEROA YÁÑEZ, Gonzalo (2002). “El efecto relativo en los contratos conexos”, en Carlos SOTO COAGUILA y Roxana JIMÉNEZ VARGAS-MACHUCA (coords.). *Contratación privada: contratos predispuestos, contratos conexos, código europeo de contratos*. Lima: Jurista Editores.
- GALGANO, Francesco (2002). *Il negozio giuridico*. 2ª ed. Milano: Editoriale Giuffrè.
- GÓMEZ BALMACEDA, Rafael y Gonzalo EYZAGUIRRE SMART (2012). *El derecho de quiebras*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile, tomo I.

- HARDING, Paul C. (2000). *Mastering the ISDA Master Agreement*. London: Financial Times/Prentice Hall, Market Editions.
- GÓMEZ-JORDANA, Iñigo (2013). “Los contratos de productos financieros derivados: *caps, floors, collars*”, en Carmen ALONSO LEDESMA y Alberto ALONSO URIBE *et al.* (dirs.). *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*. Madrid: Civitas.
- KNOP, Roberto (2013). *Manual de instrumentos derivados (cuatro décadas de Black-Shole)*, 2ª ed. Madrid: Editorial Empresa Global.
- KOLB, Robert W. & James A. OVERDAHL (2010). *Financial Derivatives. Pricing and Risk Management*. New Jersey: Wiley.
- LARROUMET, Christian (1998). *Responsabilidad civil contractual. Algunos temas modernos*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- LÓPEZ DOMÍNGUEZ, Ignacio (1997). *Manual práctico de los mercados financieros*. Madrid: Instituto Superior de Técnicas Bancarias, Editorial Cinco Días.
- LÓPEZ FRÍAS, Ana (1994). *Los contratos conexos*. Barcelona: Bosch.
- LÓPEZ SANTA-MARÍA, Jorge (1998). “Las cadenas de contratos o contratos coligados”. *Revista de Derecho, Universidad Católica de Valparaíso*, n.º 19. Valparaíso.
- LORRIGO GIL, Andrés (2013). “Introducción a la gestión del riesgo financiero y valoración de derivados”, en Carmen ALONSO LEDESMA y Alberto ALONSO URIBE *et al.* (dirs.). *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*. Madrid: Civitas.
- MARKOSE, Sheri, Simone GIANANTE; Mateusz GATKOWSKI & Ali Rais SHAGHAGHI (2010). “*Too Interconnected To Fail: Financial Contagion and Systemic Risk In Network Model of CDS and Other Credit Enhancement Obligations of US Banks*”. *Comisef Working Papers Series*, WPS-033. Disponible en [www.researchgate.net/publication/242552388\\_Too\\_Interconnected\\_To\\_Fail\\_Financial\\_Contagion\\_and\\_Systemic\\_Risk\\_In\\_Network\\_Model\\_of\\_CDS\\_and\\_Other\\_Credit\\_Enhancement\\_Obligations\\_of\\_US\\_Banks](http://www.researchgate.net/publication/242552388_Too_Interconnected_To_Fail_Financial_Contagion_and_Systemic_Risk_In_Network_Model_of_CDS_and_Other_Credit_Enhancement_Obligations_of_US_Banks) [fecha de consulta: 2 de enero de 2025].
- MOTANI, Habib (2018): “Quiet Reformation”. Disponible en [www.isda.org/a/kVITE/IQ-ISDA-Quarterly-article-by-Habib-Motani-on-Close-out-Netting-February-2021.pdf](http://www.isda.org/a/kVITE/IQ-ISDA-Quarterly-article-by-Habib-Motani-on-Close-out-Netting-February-2021.pdf) [fecha de consulta: 23 de octubre de 2024].
- MOMBERG URIBE, Rodrigo y Carlos PIZARRO WILSON (2021). “Fisonomía y efectos de los contratos conexos o grupos de contratos”. *Ius et Praxis*, año 27, n.º 2. Talca.
- MORGAN, Glenn (2008). “Market formation and governance in international financial markets: The case of OTC derivatives”. *Human Relations*, vol, 61, n.º 5. Coventry.
- OJEDA SOTO, Diego (2023). “Contratos conexos en la experiencia jurídica italiana. Notas para una recepción en el derecho chileno”. *Revista Chilena de Derecho Privado*, n.º 41. Santiago.
- PÉREZ FERNÁNDEZ-TENLLADO, Ruperto (2010). *Teoría y práctica de la Bolsa*. Madrid: Ediciones Díaz-Santos.
- PINTO, Federica (2009)). *L'arbitrato nel collegamento negoziale*. Tesi di dottorato. Disponible en [www.fedoa.unina.it/12978/1/Larbitratonelcollegamentonegoziale.pdf](http://www.fedoa.unina.it/12978/1/Larbitratonelcollegamentonegoziale.pdf) [fecha de consulta: 30 de agosto de 2024].



- PIZARRO WILSON, Carlos (2005). “La interdependencia de los contratos que forman un mismo grupo contractual en el derecho francés”. *Revista Estudios Socio-Jurídicos*, vol. 7, n.º 2, Bogotá.
- PUGA VIAL, Juan Esteban (2014). *Del procedimiento concursal de Liquidación. Ley N° 20.720*. Santiago, Editorial Jurídica de Chile.
- RUZ LÁRTIGA, Gonzalo (2017). *Nuevo derecho concursal chileno*. Santiago: Thomson Reuters, 2 tomos.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILLARTE, Juan (2013). “El papel de los derivados financieros y su (des) regulación en la crisis financiera”, en Carmen ALONSO LEDESMA y Alberto ALONSO URIBE *et al.* (dirs.). *Estudios jurídicos sobre derivados financieros*. Madrid: Civitas.
- SANDOVAL LÓPEZ, Ricardo (2015). *Reorganización y liquidación de empresas y personas*. Santiago: Editorial Jurídica de Chile.
- SWAN, Edward J. (2000). *Building the global market: A 4000 year history of derivatives*. London: Kluwer Law International Ltd.
- VARELA GANA, Felipe (2007). “Mercados de derivados: swap de tasas promedio cámara y seguro inflación”, en *Estudios Económicos*, n.º 56. Disponible en [www.bcen.tral.cl/documents/33528/133329/bcch\\_archivo\\_096382\\_es.pdf/cbf5dd621285-c64e-7012-8d420852be37?t=1655149111760](http://www.bcen.tral.cl/documents/33528/133329/bcch_archivo_096382_es.pdf/cbf5dd621285-c64e-7012-8d420852be37?t=1655149111760) [fecha de consulta: 5 de junio de 2024].

- Código de las Quiebras de los Estados Unidos de América (Bankrutcy Code).*
- DFL n.º 3, que fija texto refundido, sistematizado y concordado de la ley general de bancos y de otros cuerpos legales que se indican. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 19 de diciembre de 1997.
- Ley n.º 18840, Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 10 de octubre de 1989.
- Ley n.º 19908, que permite la emisión de deuda pública mediante medios inmateriales y autoriza al fisco y a otras entidades del sector público para la contratación de instrumentos de cobertura de riesgos financieros. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 29 de mayo de 2003.
- Ley n.º 20190, que introduce adecuaciones tributarias e institucionales para el fomento de la industria de capital de riesgo y continua el proceso de modernización del mercado de capitales. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 5 de junio de 2007.
- Ley n.º 20345, sobre sistemas de compensación y liquidación de instrumentos financieros (*Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 6 de junio de 2009).
- Ley n.º 20544, que regula el tratamiento tributario de los Instrumentos Derivados. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, de 22 de octubre de 2011.
- Ley n.º 20720, que sustituye el régimen concursal vigente por una ley de reorganización y liquidación de empresas y personas, y perfecciona el rol de la super-

intendencia del ramo. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 9 de enero de 2014.

Ley n.º 21641, que fortalece la resiliencia del sistema financiero y sus estructuras. *Diario Oficial de la República de Chile*, Santiago, 30 de diciembre de 2023.

### *Jurisprudencia citada*

Consulta de Conadecus sobre operación de concentración Lan Airlines S.A. y Tam Linhas Aereas (2012): Corte Suprema, 5 de abril de 2012, rol n.º 9843-2011. Disponible en <https://oficinajudicialvirtual.pjud.cl/home/index.php> [fecha de consulta: 19 de diciembre de 2024].

### *Otras*

BANCO CENTRAL DE CHILE. “Minuta explicativa modificaciones a la regulación de compensación de derivados”. Disponible en [www.bcentral.cl/documents/33528/2000178/Minuta\\_Modificaciones\\_regulacion\\_compensacion\\_derivados.pdf/b9e615e2-e0bc-38cb-0620-d22e3db89723?t=1574342107967](http://www.bcentral.cl/documents/33528/2000178/Minuta_Modificaciones_regulacion_compensacion_derivados.pdf/b9e615e2-e0bc-38cb-0620-d22e3db89723?t=1574342107967) [fecha de consulta: 24 de octubre de 2024].

BANCO CENTRAL DE CHILE (2022): *Compendio de normas de cambios internacionales del Banco Central*, capítulo IX, sobre normas generales aplicables en materia cambiaria. Disponible en [www.bcentral.cl/areas/compendio-de-normas-de-cambios-internacionales](http://www.bcentral.cl/areas/compendio-de-normas-de-cambios-internacionales) [fecha de consulta: 23 de noviembre de 2024].

BANCO CENTRAL DE CHILE (2021). *Compendio de normas financieras del Banco Central*, capítulo III.D, sobre contratos con productos derivados en el mercado local. Disponible en [www.bcentral.cl/areas/normativas/compendio-de-normas-financieras](http://www.bcentral.cl/areas/normativas/compendio-de-normas-financieras) [fecha de consulta: 4 de noviembre de 2024].

BANCO CENTRAL DE CHILE (2009). “Acta correspondiente a la Sesión Ordinaria de Consejo N° 1457 celebrada el 22 de enero de 2009”. Disponible en [www.bcentral.cl/documents/33528/133265/bcch\\_sesion\\_de\\_094611\\_es.pdf/47c39650-3f34-fb0a-9795-f2a9778a3598?t=1573287152453](http://www.bcentral.cl/documents/33528/133265/bcch_sesion_de_094611_es.pdf/47c39650-3f34-fb0a-9795-f2a9778a3598?t=1573287152453) [fecha de consulta: 20 de octubre de 2024].

BANCO CENTRAL DE CHILE (2019). “Actualización de la regulación de *netting* de derivados OTC, de 13 de septiembre de 2019”. Disponible en [www.bcentral.cl/documents/33528/2000178/20190913\\_MinutaExplicativaNettingDerivados.pdf/b89779e3-e640-118a-1551-b15531ab1c8f?t=1574284319570](http://www.bcentral.cl/documents/33528/2000178/20190913_MinutaExplicativaNettingDerivados.pdf/b89779e3-e640-118a-1551-b15531ab1c8f?t=1574284319570) [fecha de consulta: 19 de octubre de 2024].

BANCO CENTRAL DE CHILE (2021). *Informe de Estabilidad Financiera*. Primer semestre 2021. Disponible en [www.bcentral.cl/documents/33528/4206366/Rec-Fortalecimiento-mercado-repos.pdf/82e55ff7-cb6b-8118-e0f8-daf0184715a5#:~:text=Los%20Convenios%20Marco%20son%20contratos,eventos%20de%20incumplimiento%20y%20la](http://www.bcentral.cl/documents/33528/4206366/Rec-Fortalecimiento-mercado-repos.pdf/82e55ff7-cb6b-8118-e0f8-daf0184715a5#:~:text=Los%20Convenios%20Marco%20son%20contratos,eventos%20de%20incumplimiento%20y%20la) [fecha de consulta: 3 de septiembre de 2024].

BANCO CENTRAL DE CHILE (2022). “Resultados globales de la Encuesta Trienal de Bancos Centrales de 2022 sobre el volumen de negocios en los mercados de

divisas y de derivados de tipos de interés extrabursátiles (OTC) coordinada por el Banco de Pagos Internacionales (BPI)”, de 27 de octubre de 2022. Disponible en [www.bcentral.cl/en/content/-/details/global-results-2022-triennial-central-bank-survey](http://www.bcentral.cl/en/content/-/details/global-results-2022-triennial-central-bank-survey) [fecha de consulta: 24 de octubre de 2024].

BANCO CENTRAL DE CHILE (2024). *Informe del Mercado de Derivados financieros de Chile. Noviembre 2024* Disponible en [www.bcentral.cl/documents/33528/6755601/Informe+ Mensual+del+Mercado+de+Derivados+noviembre+2024.pdf/e6bdeac-85be-7e4e-15d4-552ef348765a?t=1734722044778](http://www.bcentral.cl/documents/33528/6755601/Informe+ Mensual+del+Mercado+de+Derivados+noviembre+2024.pdf/e6bdeac-85be-7e4e-15d4-552ef348765a?t=1734722044778) [fecha de consulta: 3 de enero de 2025].

BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL (2007). Historia de la Ley N° 20.190. Disponible en [https://obtienearchivo.bcn.cl/obtienearchivo?id=recursoslegales/10221.3/71120/1/documento\\_3883\\_1693858039906.pdf](https://obtienearchivo.bcn.cl/obtienearchivo?id=recursoslegales/10221.3/71120/1/documento_3883_1693858039906.pdf) [fecha de consulta: 22 de octubre de 2024].

BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL (2023). Historia de la Ley N° 20.544. Disponible en <https://obtienearchivo.bcn.cl/obtienearchivo?id=recursoslegales/10221.3/36532/1/HL20544.pdf> [fecha de consulta: 5 de agosto de 2023].

BIBLIOTECA DEL CONGRESO NACIONAL (2023). Mensaje del Ejecutivo, en Historia de la Ley N° 21.641. Disponible en [www.bcn.cl/historiadela ley/nc/lista-de-resultado-de-busqueda/21.641/](http://www.bcn.cl/historiadela ley/nc/lista-de-resultado-de-busqueda/21.641/) [fecha de consulta: 27 de diciembre de 2024].

COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO (2006). Norma de Carácter General n.º 200, de 7 de agosto de 2006, que establece normas sobre operaciones de cobertura de riesgos financieros, inversión en productos derivados financieros y operaciones de préstamo de acciones. Disponible en [www.cmfchile.cl/institucional/legislacion\\_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=200&dd=&m=&aa=&dd2=&mm2=&aa2=&buscar=&entidad\\_web=ALL&materia=ALL&enviado=1&hidden\\_mercado=%25](http://www.cmfchile.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=200&dd=&m=&aa=&dd2=&mm2=&aa2=&buscar=&entidad_web=ALL&materia=ALL&enviado=1&hidden_mercado=%25) [fecha de consulta: 16 de noviembre de 2024].

COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO (2009). Norma de Carácter General n.º 256, de 14 de agosto de 2009, que establece los requisitos y estándares mínimos que deberán cumplir los participantes de los Sistemas de Compensación y Liquidación de instrumentos financieros. Disponible en [www.cmfchile.cl/institucional/legislacion\\_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=256&dd=&mm=&aa=&dd2=&mm2=&aa2=&buscar=&entidad\\_web=ALL&materia=ALL&enviado=1&hidden\\_mercado=%25](http://www.cmfchile.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=256&dd=&mm=&aa=&dd2=&mm2=&aa2=&buscar=&entidad_web=ALL&materia=ALL&enviado=1&hidden_mercado=%25) [fecha de consulta: 16 de noviembre de 2024].

COMISIÓN PARA EL MERCADO FINANCIERO (2010). Norma de Carácter General n.º 298, de 29 de diciembre de 2010, que estableció el envío de los estados financieros y la memoria anual para empresas mineras acogidas al artículo 11 ter del DL N° 600, de 1974. Disponible en [www.cmfchile.cl/institucional/legislacion\\_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=298&dd=&mm=&aa=&dd2=&mm2=&aa2=&buscar=&entidad\\_web=ALL&materia=ALL&enviado=1&hidden\\_mercado=%25](http://www.cmfchile.cl/institucional/legislacion_normativa/normativa2.php?tiponorma=NCG&numero=298&dd=&mm=&aa=&dd2=&mm2=&aa2=&buscar=&entidad_web=ALL&materia=ALL&enviado=1&hidden_mercado=%25) [fecha de consulta: 4 de noviembre de 2024].

COMITÉ DE SUPERVISIÓN BANCARIA DE BASILEA (2014). *Normas (standards) - Marco supervisor para calcular y controlar grandes exposiciones al riesgo*. Disponible en [www.bis.org/publ/bcbs283\\_es.pdf](http://www.bis.org/publ/bcbs283_es.pdf) [fecha de consulta: 23 de octubre de 2024].

- FINANCIAL STABILITY BOARD (2024). *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*. Disponible en [www.fsb.org/2024/04/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions-revised-version-2024/](http://www.fsb.org/2024/04/key-attributes-of-effective-resolution-regimes-for-financial-institutions-revised-version-2024/) [fecha de consulta: 23 de octubre de 2024].
- ISDA (2005). *Status of Netting Legislation*. Disponible en [https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3429&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.columbia.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3429&context=faculty_scholarship) [fecha de consulta: 27 de octubre de 2024].
- ISDA (2018). *Ley Modelo y guía de compensación ISDA 2018*. Disponible en [www.isda.org/a/soxTE/2018-ISDA-Model-Netting-Act-and-Guide-%E2%80%93-Spanish-Translation.pdf](http://www.isda.org/a/soxTE/2018-ISDA-Model-Netting-Act-and-Guide-%E2%80%93-Spanish-Translation.pdf) [fecha de consulta: 29 de agosto de 2024].
- PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO (2008). Directiva N° 2008/48/CE, de 23 de abril de 2008, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva 87/102/CEE del Consejo. Disponible en [www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2008-80895](http://www.boe.es/buscar/doc.php?id=DOUE-L-2008-80895) [fecha de consulta: 27 de agosto de 2024].
- PARLAMENTO EUROPEO Y DEL CONSEJO (2023). Directiva (UE) 2023/2225, de 18 de octubre de 2023, relativa a los contratos de crédito al consumo y por la que se deroga la Directiva 2008/48/CE. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2023/2225/oj/eng> [fecha de consulta: 24 de agosto de 2024].
- UNIÓN EUROPEA (1986). Directiva N° 87/102/CEE del Consejo, de 22 de diciembre de 1986, relativa a la aproximación de las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas de los Estados Miembros en materia de crédito al consumo. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/es/ALL/?uri=CELEX%3A31987L0102> [fecha de consulta: 27 de agosto de 2024].

## SIGLAS Y ABREVIATURAS

ADN	ácido desoxirribonucleico
A.G.	asociación gremial
AIG	American International Group
al.	alii
art.	artículo
arts.	artículos
BC	Banco Central de Chile
<i>B. Code</i>	<i>U.S. Buncruptcy Code</i>
BIS	Bank for International Settlements
<i>C. de Com.</i>	<i>Código de Comercio de la República de Chile</i>
CC	Código Civil de la República de Chile
CDS	Credit Default Swap
CEE	Comunidad Económica Europea
CG	Condiciones Generales para Contratos de Derivados en el Mercado Local
<i>CNFBC</i>	<i>Compendio de Normas Financieras del Banco Central</i>

CNCIBC	<i>Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central</i>
CMF	Comisión para el Mercado Financiero
coords.	coordinadores
DAX	Deutscher Aktienindex
dirs.	directores
DL	Decreto Ley
D.O.	<i>Diario Oficial de la República de Chile</i>
ed.	edizione <i>a veces</i> edición
etc.	etcétera
Euribor	European Interbank Offered Rate (Tipo Europeo de Oferta Interbancaria)
FSB	Financial Stability Board
G20	grupo de los veinte
https	Hypertext Transfer Protocol Secure
inc.	inciso
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IPSA	Índice de Precio Selectivo de Acciones
ISDA	International Swaps and Derivatives Association
LC	Ley concursal n.º 20720
LGB	Ley General de Bancos
LOC	Ley Orgánica Constitucional
LQ	Ley de Quiebras
LTCM	Long Term Capital Management
Ltd.	limited
N.º <i>a veces</i> N.º, n.º, N.	número
No.	number
NCG	Norma de Carácter General
<i>op. cit.</i>	<i>opus citatum</i>
ORCID	Open Researcher and Contributor ID
OTC	<i>Over the Counter</i>
p.	página
pp.	páginas
REPO	acuerdo de recompra
S.A.	sociedad anónima
SINACOFI	Sistema Nacional de Comunicaciones Financieras
SPC-CLP	<i>swap</i> de Tasas Promedio Cámara en pesos”
ss.	siguientes
TAB	tasa de interés flotante
UE	Unión Europea
UF	Unidad de fomento
USD	dólares estadounidenses

vol. volumen  
www World Wide Web

Artículos de doctrina