

## LAS OPERACIONES REPO: SU PAPEL EN LA PROFUNDIZACIÓN FINANCIERA

A principios de noviembre de 2012, el mercado bursátil colombiano se vio sacudido por la intervención y posterior cierre de la sociedad comisionista Interbolsa, entidad que manejaba en ese momento cerca del 18% (promedio ponderado) del mercado de valores local. Ello causó una elevada incertidumbre en el mercado bursátil, afectándose la liquidez de algunos comisionistas y reduciéndose sensiblemente los volúmenes transados, tanto de renta variable (acciones) como de renta fija (TES y bonos corporativos). No obstante, gracias a la oportuna actuación de la Superintendencia Financiera (SF), Fogafin y el Banco de la República (BR), poco a poco se fue restableciendo el acceso a la liquidez y el cierre de 2012 promete dejar un balance relativamente positivo en el desempeño del IGBC.

Dicho *impasse* ha servido para que las autoridades regulatorias (Ministerio de Hacienda, SF y la Bolsa de Valores de Colombia-BVC) y las de supervisión (AMV y SF) entren a revisar la legislación existente para evaluar donde ocurrieron: a) fallas relativas a “alertas tempranas”; b) fallas regulatorias (rendijas por las cuales se pudieron colar prácticas no recomendables); y c) violaciones de las leyes y reglamentos (lo cual conduciría a las sanciones del caso, incluso penales, por temas de evasión tributaria y estafa).

Un efecto colateral de esta situación es que se ha entrado a estigmatizar las operaciones repo (a través de las cuales se otorga liquidez de corto plazo teniendo como garantía un título valor). Como veremos, estas operaciones repo son vitales para el funcionamiento tanto del mercado monetario como del mercado bursátil y se utilizan masivamente a nivel global y local. En este sentido, resulta pertinente entrar a detallar dónde existieron problemas y evitar que ello pudiera llegar a contaminar operaciones repo-sanas y fundamentales para el desarrollo económico y financiero.

En esta edición de *Enfoque* analizaremos el funcionamiento y características de las operaciones repo. También referenciaremos su evolución reciente en el mercado de valores colombiano. Por último, destacaremos algunas áreas donde cabe pensar en realizar

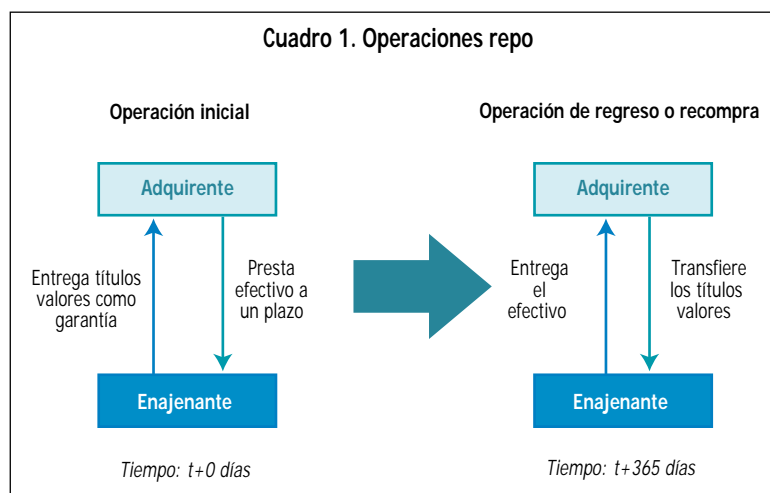
afinamientos, a la luz de las discusiones recientes propiciadas por la quiebra de Interbolsa.

### ¿Qué es un repo?

Un repo es una operación del mercado monetario que sirve principalmente para satisfacer necesidades de liquidez (*cash driven*) utilizando títulos valores como garantía. Funciona a través de un acuerdo de recompra (*repurchase agreement*) suscrito entre dos partes: el “enajenante” y el “adquirente”. El primero es el que busca liquidez, mientras que el adquirente es el que la proporciona.

Dicho acuerdo consta de dos etapas u operaciones. La primera (operación inicial) consiste en que el enajenante, buscando liquidez, transfiere la propiedad de títulos valores al adquirente a cambio de efectivo (monto inicial). Simultáneamente, el adquirente se compromete a entregar títulos de la misma especie y características al enajenante por una suma de dinero (monto final) en una fecha previamente acordada (operación de regreso o recompra), ver cuadro 1.

La diferencia entre los repos y las operaciones simultáneas radica en que en los primeros se puede acordar lo siguiente, mientras que en las segundas no: i) el monto inicial puede ser calculado con un descuento (*haircut*) sobre el precio de



# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



PÁGINA 2

DICIEMBRE 19 DE 2012

mercado de los títulos objeto de la operación; ii) durante la vigencia de la operación, se pueden sustituir los títulos inicialmente entregados por otros; iii) se pueden establecer restricciones a la movilidad de los títulos objeto de la operación, es decir, no habría libre disposición de los mismos; y iv) si durante la vigencia de la operación, los títulos objeto de la misma pagan amortizaciones, rendimientos o dividendos, el adquirente debe transferir dichos importes al enajenante.

Las disposiciones generales sobre los repos se encuentran establecidas en el Decreto 2555 de 2010. No obstante, los reglamentos de la BVC y de los sistemas de negociación son los que definen los plazos de estas operaciones (que tienen como límite máximo un año). Allí también se reglamenta lo referente al régimen de garantías (los llamados *haircuts* o descuentos) y los títulos objeto de estas operaciones.

En particular, la BVC exige a los enajenantes la constitución de garantías especiales y la suscripción de cartas de compromiso por parte de quienes autorizan y realizan el repo. Asimismo, está definido que dichas operaciones se deben efectuar sobre títulos de renta variable inscritos en la BVC. Sin embargo, títulos relativos a sociedades que se encuentren en las siguientes condiciones estarán inhabilitados para operar en repos: i) sociedades bajo toma de posesión, disolución o procesos de liquidación; ii) entidades bajo vigilancia especial; iii) solicitud o admisión en concordato; iv) entidades con incapacidad patrimonial que afecten los derechos contenidos en los títulos; y v) en

*El repo encierra un préstamo de dinero, cuya garantía viene dada por un título valor, siendo los más conocidos los repos con títulos públicos (TES), ante el banco central y para propósitos de liquidez del mercado monetario. También han ido ganando penetración a nivel global los repos con acciones, como un mecanismo válido para añadirle valor al mercado bursátil*

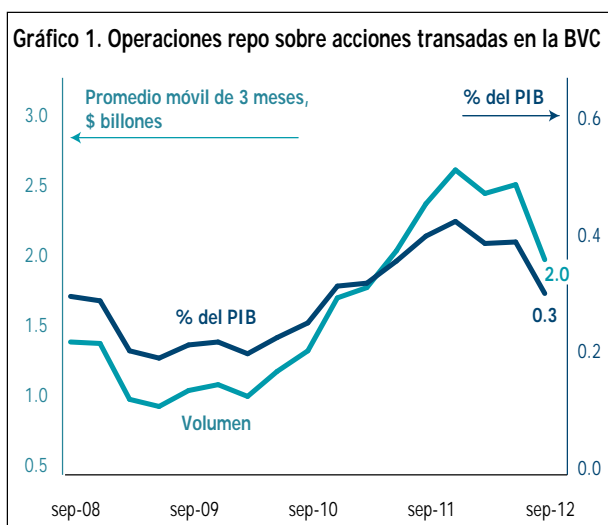
proceso de cancelación de la inscripción en la BVC o en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

Dicho de otra manera, el repo encierra un préstamo de dinero, cuya garantía viene dada por un título valor, siendo los más conocidos los repos con títulos públicos (TES), ante el banco central y para propósitos de liquidez del mercado monetario. También han ido ganando penetración a nivel global los repos con acciones, como un mecanismo válido para añadirle valor al mercado bursátil, pero donde resulta clave que se trate de un mercado transparente y con diversos actores en la fijación de un verdadero precio de mercado.

### Evolución, beneficios y riesgos de los repos en acciones

En los últimos cinco años, las operaciones de repos con acciones crecieron de forma más bien moderada en Colombia. Por ejemplo, el volumen negociado en repos sobre acciones a través de la BVC pasó de \$1.4 billones (un 0.3% del PIB) en septiembre de 2008 (promedio móvil trimestral) a \$2 billones (un 0.3% del PIB) en septiembre de 2012 (ver gráfico 1). De hecho, dicho volumen es más bien bajo, pues tan sólo representa el 1% del total transado en la BVC.

Como explicábamos, dichos repos son operaciones de corto plazo que sirven para satisfacer necesidades de efectivo, utilizando activos financieros como colaterales. Así, dichas operaciones funcionan como un vehículo que canaliza los excesos y faltantes de liquidez al interior del mercado monetario y de



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.

# ENFOQUE

## MERCADO DE CAPITALES



PÁGINA 3

DICIEMBRE 19 DE 2012

valores. No obstante, a pesar de esos potenciales beneficios de las operaciones repo, cuando ocurren excesos de apalancamiento y/o falta de transparencia en la fijación de precios de los colaterales (acciones) pueden ocurrir graves problemas para las firmas y hasta contagio sistémico bursátil (aunque no a nivel de todo el sector financiero, dado el tamaño relativamente moderado del volumen transado de estas operaciones).

### ¿Cuáles son los principales riesgos que encierran las operaciones repo sobre acciones?

Aquí cabe destacar los siguientes riesgos:

- **Riesgo de liquidez:** frente al posible incumplimiento de una operación, existe este riesgo de que los títulos utilizados como garantía no puedan ser vendidos fácilmente y/o al precio “esperado” de mercado. Con frecuencia ello ocurre en títulos que exhiben bajos volúmenes transados. Por ejemplo, los títulos que conforman el llamado índice de liquidez de la BVC (el COL20) difícilmente enfrentarían problemas de liquidez, pues, por definición, son los más transados.
- **Riesgo de crédito:** se relaciona con la capacidad patrimonial que tienen las partes a la hora de responder por sus respectivas obligaciones. Usualmente este riesgo aparece acotado a través de los requerimientos de solvencia, pero es evidente que el nuevo marco regulatorio global de Basilea-III ha demostrado que todavía existe espacio para depurar la calidad de dichos patrimonios.

- **Riesgo de mercado:** se refiere a la variación que puede tener el precio de los títulos utilizados como garantía por efecto de las fluctuaciones del mercado. Lo anterior puede generar desvalorizaciones importantes en los títulos durante el plazo de la operación y dificultar su cumplimiento, tal como actualmente se discute en los casos de las acciones de Fabricato e Interbolsa, a raíz de los sucesos antes comentados. Para evitar que este riesgo se extienda a otras especies, es fundamental que una vez se realicen las evaluaciones patrimoniales de las firmas afectadas por dichos repos, se retome rápidamente el mecanismo de mercado en la fijación de sus respectivos precios.

### Conclusiones

Hemos visto que las operaciones repo son vitales para el funcionamiento tanto del mercado monetario como del mercado bursátil, y ellas se utilizan masivamente a nivel global y local. Un efecto colateral que debe evitarse, a raíz de los recientes *impasses* bursátiles en Colombia, es entrar a estigmatizar las operaciones repo.

En Colombia, las operaciones repo sobre acciones han estado relativamente estables, representando cerca del 0.3% del PIB durante 2008-2012, luego difícilmente puede argumentarse que allí hubo un desborde generalizado. De hecho, dicho volumen tan sólo llega a representar cerca del 1% del valor transado en la BVC.

Lo que ocurrió con Interbolsa fue entonces un caso particular de malos manejos (aunque de dimensiones importantes, pues

representaba, en promedio ponderado, un 18% del mercado de valores local). Sin embargo, ello amerita revisar el papel ejercido por las autoridades regulatorias (Ministerio de Hacienda, SF y la BVC) y las de supervisión (AMV y SF). El Ministerio de Hacienda ha señalado que durante el primer semestre de 2013 deberá revisarse la legislación existente para evaluar donde ocurrieron: a) fallas relativas a “alertas tempranas”; b) fallas regulatorias (rendijas por las cuales se pudieron colar prácticas no recomendables); y c) violaciones de las leyes y reglamentos, lo cual conduciría a las sanciones del caso.

A este respecto vale la pena revisar lo aprobado por la Ley *Dodd-Frank* en Estados Unidos a finales de 2010, donde se busca evitar sobreapalancamientos financieros, tanto en el sector bancario como en los mercados de derivados. Por ejemplo, dicha Ley estableció que transacciones altamente especulativas (como las de derivados OTC) se deberán transar a través de cámaras centrales de compensación. Adicionalmente, se reglamentará la llamada cláusula *Volcker*, la cual evitará involucrar dineros de terceros en operaciones especulativas como los derivados.

En este sentido, Colombia haría bien en repensar el marco regulatorio referido al balance que debe existir entre garantías bilaterales (en operaciones repo) frente a garantías a través de las cámaras de compensación (*clearing houses*). También es indispensable un estricto cumplimiento en lo relativo a los contratos a través de los cuales se dan autorizaciones para operaciones repo, donde existe una zona gris entre las competencias de supervisión del AMV y de la SF, lo cual pronto deberá despejarse.

Escribanos sus comentarios a: [areyes@deceval.com.co](mailto:areyes@deceval.com.co) o [avera@anif.com.co](mailto:avera@anif.com.co)

\* La información contenida en el documento anterior no compromete a Deceval, ni constituye asesoría legal de su parte en la materia.