

NUEVA REGULACIÓN SOBRE OPERACIONES REPO EN COLOMBIA

En noviembre de 2012, la sociedad comisionista Interbolsa, entidad que manejaba en ese momento cerca del 18% (promedio ponderado) del mercado de valores local, fue intervenida y posteriormente cerrada. Ello generó una elevada incertidumbre en el mercado bursátil colombiano, afectándose la liquidez de algunas sociedades comisionistas y reduciéndose sensiblemente los volúmenes transados, tanto de renta variable como de renta fija. Sin embargo, gracias a la oportuna actuación de la Superintendencia Financiera (SF), Fogafin y del Banco de la República (BR), se logró restablecer rápidamente la liquidez del mercado y, por esta vía, se evitó cualquier asomo de “riesgo sistémico” en Colombia (ver *Enfoque* No. 68 de diciembre de 2012).

Un efecto colateral de esta situación ha sido la estigmatización de las operaciones repo, las cuales son fundamentales a la hora de otorgar liquidez en los mercados monetario y bursátil. Dicha posición no resulta conveniente para lograr mayores profundizaciones de los mercados financieros del país. No obstante, también es cierto que las autoridades deben estar en guardia frente a excesos de apalancamiento en operaciones repo y/o la falta de transparencia en la fijación de los precios de sus colaterales.

El *impasse* de Interbolsa ha servido para que las autoridades financieras revisen el marco normativo existente, buscando posibles “rendijas” de elusión, al tiempo que los jueces y la fiscalía completan sus investigaciones referidas a claras violaciones de las leyes existentes. Fue así como el gobierno expidió el Decreto 2878 de diciembre de 2013, con el fin de fortalecer la regulación de las operaciones repo, simultáneas y Transferencias Temporales de Valores (TTVs). En términos generales, dicha norma busca mejorar la transparencia, las garantías y

la seguridad operativa, acogiendo nuevos estándares internacionales sobre la materia, en el llamado mundo pos-Lehman (2008).

En esta edición de *Enfoque* analizaremos la nueva regulación sobre las operaciones repo. Describiremos los principales aspectos introducidos por el mencionado decreto, especialmente aquellos relacionados con el régimen de garantías de estas operaciones y sus límites prudenciales. También referenciaremos su evolución reciente en el mercado local.

Aspectos fundamentales de los repos

Recordemos que los repos son operaciones de corto plazo que sirven para satisfacer necesidades de liquidez (*cash driven*) utilizando activos financieros como garantías. Funcionan a través de un acuerdo de recompra (*repurchase agreement*) suscrito entre dos partes: el “enajenante” y el “adquirente”. El enajenante busca liquidez, mientras que el adquirente la proporciona. Así, estas operaciones funcionan como un vehículo que canaliza los excesos y faltantes de liquidez hacia el mercado monetario y de valores (ver *Enfoque* No. 68 de diciembre de 2012).

Las disposiciones regulatorias de los repos están consagradas en el Decreto 2555 de 2010. Sin embargo, éste fue modificado recientemente por el Decreto 2878 de 2013, con el fin de acotar el apalancamiento de los clientes de los intermediarios de valores en dichas operaciones, así como mejorar sus estándares de transparencia y de gestión de riesgo.

Garantías y límites

El Decreto 2878 de 2013 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) estableció un régimen de garantías para los

repos y sus límites de exposición, aspectos que venían siendo fijados directamente por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). De esta manera, el MHCP considera que se acotarán posibles conflictos de interés hacia el futuro en el mercado monetario y bursátil.

Con relación a las garantías, se busca contar con colaterales de mayor calidad que permitan mitigar posibles incumplimientos. Para ello, se establecen las siguientes disposiciones:

- Se define el deber de constitución de garantías. Éste consiste en que los intermediarios de valores que realicen operaciones repo a nombre propio o por cuenta de terceros deben aportar garantías (con recursos propios o de los terceros) en favor de las Bolsas de Valores (BVs) o los sistemas (de negociación, de registro o de compensación-liquidación), según sea el caso.
- Deben constituirse dos tipos de garantías: “básica o inicial” y “de variación o ajuste”. Dichos colaterales deben ser constituidos por las dos partes del repo o por una de ellas, según la exposición al riesgo que se asuma en la operación. En el caso de la garantía básica, ésta debe constituirse con anticipación a la celebración del repo (por tarde el mismo día en que se suscribe la operación) y equivale al descuento (*haircut*) aplicado al valor objeto del intercambio inicial. Entretanto, la garantía de variación hace referencia al colateral adicional que se debe aportar cuando lo requieren las BVs o los sistemas en los que se está operando.
- Las garantías admisibles son: i) títulos de deuda pública (TES); ii) efectivo; y iii) acciones y títulos de renta fija

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



ABRIL 8 DE 2014

PÁGINA 2

clasificados como elegibles según las metodologías establecidas en los reglamentos de las BVs o los sistemas donde se negocian dichos activos. En este último caso, los activos de renta variable elegibles son aquellos que cumplen con la definición de "liquidez" utilizada para tal efecto. Con relación a los títulos de renta fija, éstos se clasifican como elegibles cuando satisfacen criterios de riesgo de crédito, de mercado y de liquidez.

- Las BVs y los administradores de los sistemas deben fijar en sus reglamentos las metodologías de cálculo de los porcentajes mínimos exigibles en el otorgamiento de las garantías.
- Los repos negociados en el mercado mostrador (*Over The Counter*-OTC) por cuenta propia o de terceros se rigen por las disposiciones ya comentadas. No obstante, aquellos repos que se compensen-liquiden a través de una Cámara de Riesgo Central de Contraparte (CRCC) estarán sujetos al régimen de garantías establecido por dicha entidad.

Con el fin de acotar las exposiciones de los intermediarios de valores que celebren operaciones del mercado monetario (repos, simultáneas y TTVs) a nombre de terceros, se establecen los siguientes límites:

- Límite máximo consolidado: El valor de todos los compromisos derivados de las mencionadas operaciones no podrá ser superior al equivalente de 14 veces el patrimonio técnico del respectivo intermediario de valores.
- Límite por tipo de valor: Los compromisos asociados a títulos de renta fija no pueden superar 14 veces el patrimonio técnico del intermediario de valores. Con relación a los activos de renta variable, sus compromisos no pueden sobrepasar 7 veces el patrimonio técnico. En todo caso, el

total de compromisos (en renta fija y renta variable) no puede superar el límite máximo consolidado.

- Límite máximo por cuenta de un mismo tercero: Los compromisos por cuenta de un mismo tercero no pueden superar el 30% del patrimonio técnico del intermediario de valores.
- Límite por especie: Los compromisos sobre una especie de renta variable no pueden superar el 100% del patrimonio técnico.
- Límites en operaciones sobre valores emitidos por vinculados: Los compromisos asociados a títulos emitidos por entidades vinculadas al intermediario de valores no pueden superar, de manera agregada, el 200% de su patrimonio técnico. En el caso de los compromisos referidos a una misma especie emitida por un vinculado, éstos no pueden sobrepasar el 50% del patrimonio técnico.

Si alguno de los anteriores límites es incumplido, el intermediario de valores debe suspender inmediatamente la realización de nuevas operaciones por cuenta de terceros. Adicionalmente, debe elaborar un informe en el cual describa las medidas utilizadas para restablecer los límites y evitar que dicha situación vuelva a ocurrir. Este informe debe ser enviado a las BVs, a los sistemas, al Autorregulador del Mercado de Valores y a la SF.

Cabe destacar que aquellas operaciones del mercado monetario que se compensen-liquiden a través de una CRCC no computan para el cálculo de los mencionados límites, pero deben cumplir con las disposiciones contenidas en el reglamento de dicha entidad.

Por su parte, se establecen algunos límites adicionales para la realización de operaciones sobre acciones, a saber:

- El tope permitido para la relación entre el número de acciones que son objeto de operaciones repo-simultáneas y el

flotante de la respectiva especie es del 25%. Para garantizar el cumplimiento de este límite, los depósitos de valores deberán calcular trimestralmente el flotante para cada uno de los títulos sobre los cuales se haya realizado una anotación en cuenta. Dicho cálculo debe ser informado a las BVs en las que esté registrada la respectiva especie. Cuando el libro de accionistas de un emisor no sea administrado por un depósito de valores, el respectivo emisor debe realizar el mencionado cálculo y reportarlo.

- No se pueden realizar operaciones del mercado monetario sobre un número de acciones que deba adquirirse a través de una oferta pública (OPA). Dichas operaciones tampoco pueden efectuarse sobre títulos cuya negociación se encuentra suspendida.

Es importante aclarar que varias de estas regulaciones ya existían. No obstante, el mencionado decreto introduce límites adicionales con el fin de evitar excesivos apalancamientos, siendo las medidas más relevantes los nuevos límites sobre especies (máximo el 100% del patrimonio técnico), sobre valores emitidos por vinculados (200% del patrimonio técnico para el total de títulos y 50% del patrimonio técnico para una misma especie) y sobre el número de acciones objeto de operaciones (25% del flotante para repos-simultáneas y 50% para TTVs). Con relación a las garantías, la nueva normatividad determina que éstas deben clasificarse como admisibles de acuerdo con metodologías contempladas en los reglamentos de las BVs o los sistemas. El cuadro 1 resume el estado anterior y actual de las regulaciones más importantes sobre la materia.

Transparencia y gestión de riesgos

Con el objetivo de garantizar la transparencia de los repos y fortalecer sus controles de riesgos, el mencionado decreto también

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



ABRIL 8 DE 2014

PÁGINA 3

Cuadro 1. Garantías y límites para las operaciones repo, simultáneas y TTVs negociadas a través de la BVC: Regulación anterior vs. Decreto 2878 de 2013

Concepto		Regulación anterior (Circular Única y Reglamento de la BVC)	Decreto 2878 de 2013
1. Elegibilidad de las especies para repos	Habilitación de especies inscritas en bolsa	<p><u>Criterio de liquidez:</u> Una acción estaba habilitada si $L_t > 0$.</p> <p>Donde:</p> $L_t = \frac{1}{3} F_t + \frac{1}{3} R_t + \frac{1}{3} V_t \quad t = \text{trimestre}$ <p>F_t (<i>Frecuencia</i>): part. de la especie en las ruedas de negociación en los últimos 90 días calendario.</p> <p>R_t (<i>Rotación</i>): número de acciones negociadas de la especie en los últimos 180 días calendario.</p> <p>V_t (<i>Volumen</i>): monto transado de la acción en los últimos 360 días calendario.</p>	<p><u>Metodología*</u>:</p> <p>Una acción estará habilitada si pertenece a los grupos A, B, C ó D. Para ello, debe cumplir con los requisitos establecidos para cada grupo, de acuerdo con:</p> <p><u>Volumen i,t</u>: prom. diario de negociación.</p> <p><u>Frecuencia i,t</u>: % mín. de part. de la acción en los días hábiles bursátiles (marcar precio).</p> <p><u>Dispersión i,t</u>: rangos y parts. mín. del volumen negociado diario de la especie en el último trimestre.</p> <p><u>Estabilidad i,t</u>: cumplimiento de los requisitos de habilitación en $t-1$.</p> <p>Donde: $i = A, B, C \text{ ó } D$ y $t = \text{trimestre}$</p>
	Número de acciones elegibles	Aprox. 40	Aprox. 20
2. Garantías admisibles para el repo	Iniciales (básicas)	Valores habilitados (TES, efectivo, acciones y bonos)	Valores habilitados (TES, efectivo, acciones y bonos)
	Adicionales (de variación o ajuste) requeridas después del inicio de la operación		Valores habilitados, con excepción de los aportados como garantía inicial
3. Límites máx. para las operaciones de las comisionistas de bolsa (intermediarios de valores)	Consolidado (total de operaciones)		14 veces el pat.téc.
	Por tipo de valor	Renta fija	14 veces el pat.téc.
		Renta variable	7 veces el pat.téc.
	Con un mismo tercero (clientes y relacionados)		30% del pat.téc.
	Por especie		No existía
	Sobre valores emitidos por vinculados	Consolidado (todos los valores)	No existía
		Por especie	50% del pat.téc.
Número de acciones por especie	Repos y simultáneas	No existía	
	TTVs	50% del flotante	

*Pendiente de aprobación por parte de la Superintendencia Financiera.

Fuente: elaboración Anif con base en Circular Única de la BVC; Reglamento de la BVC; Boletines Normativos 002 y 004 de 2013 de la BVC; y Decreto 2878 de 2013.

Escríbanos sus comentarios a: areyes@deceval.com.co o 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.

ENFOQUE

MERCADO DE CAPITALES



ABRIL 8 DE 2014

PÁGINA 4

estableció deberes especiales para las BVs y los administradores de los sistemas. Dichos deberes consisten en la adopción de mecanismos que permitan divulgar al mercado la información relacionada con estas operaciones. En particular, ello implica:

- Informar al público el valor del flotante, en el caso de garantías de renta variable, o el monto emitido, cuando se utilizan otros activos. También se debe divulgar la exposición total por especie en las operaciones que se negocien-registren en los sistemas.
- Poner a disposición de las autoridades y de los afiliados-miembros de los sistemas el valor de los compromisos pendientes de cumplimiento de cada uno de los respectivos clientes.

Adicionalmente, los intermediarios de valores también están obligados a reportar oportunamente a las autoridades la información referida a los incumplimientos en las mencionadas operaciones.

Evolución de los repos en Colombia

En Colombia, los repos más conocidos son aquellos que realizan las entidades financieras ante el BR con propósitos de expansión/contracción monetaria, en los

cuales se utilizan TES como garantías. Dichas operaciones (de expansión y contracción) exhiben volúmenes significativos, los cuales representan el 15.4% del PIB (\$108.9 billones al cierre de 2013; promedio móvil trimestral), ver gráfico 1.

En el caso de los repos sobre acciones, pese a que dichas operaciones venían ganando penetración a nivel local, el *impasse* de Interbolsa afectó notablemente sus volúmenes negociados a través de la BVC. Mientras que el monto transado se incrementó de \$1.4 billones (0.3% del PIB) en diciembre de 2008 (promedio móvil trimestral) a \$2.7 billones (0.4% del PIB) en diciembre de 2011, éste se redujo de \$1.2 billones (0.2% del PIB) a \$0.8 billones (0.1% del PIB) durante diciembre de 2012-diciembre de 2013, ver gráfico 2.

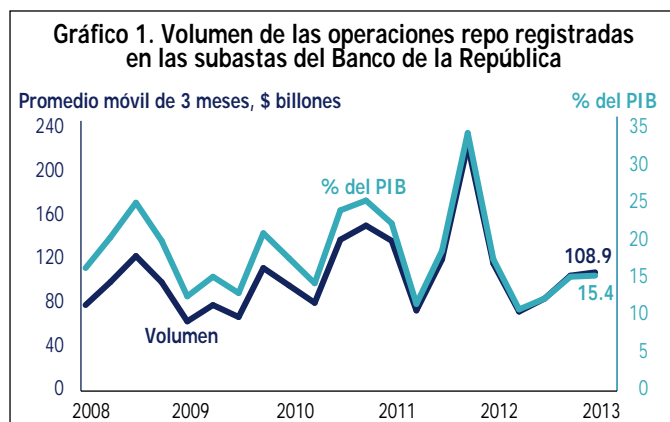
Conclusiones

Hemos visto cómo el Decreto 2878 de 2013 ha fortalecido la regulación de las operaciones del mercado monetario (repos, simultáneas y TTVs), acogiendo lineamientos internacionales sobre la materia. En particular, esta norma define un régimen de garantías para dichas operaciones y establece límites a las exposiciones de terceros. También busca elevar sus estándares de revelación de información y de gestión de riesgo. Frente a este último aspecto, cabe

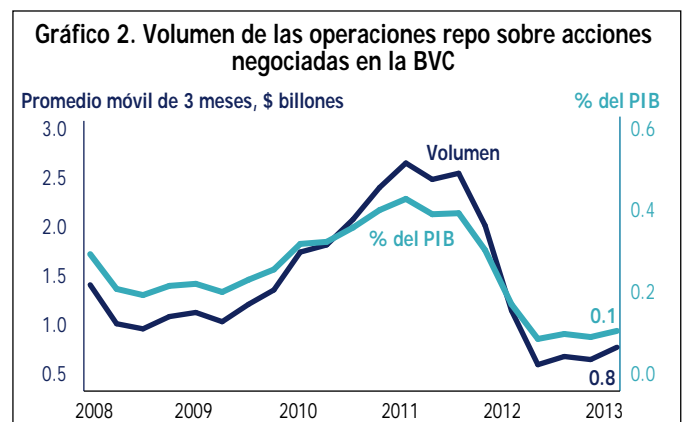
destacar los incentivos que se otorgan para las operaciones que se compensen-liquiden a través de Cámaras de Riesgo de Contraparte, las cuales no computan para los límites prudenciales de los clientes de los intermediarios de valores.

En Colombia, los repos de expansión/contracción monetaria realizados ante el BR son los más conocidos y su volumen negociado representa el 15.4% del PIB (\$108.9 billones al cierre de 2013; promedio móvil trimestral). En contraste, el monto transado en repos sobre acciones, aunque venía exhibiendo una dinámica creciente durante 2008-2011, se redujo considerablemente como consecuencia del *impasse* de Interbolsa, al pasar de \$1.2 billones (0.2% del PIB) en diciembre de 2012 (promedio móvil trimestral) a \$0.8 billones (0.1% del PIB) en diciembre de 2013.

Hacia el futuro, se espera que la nueva regulación de las operaciones del mercado monetario mejore su transparencia y controles de riesgos. En el caso de los repos sobre acciones, dichas mejoras deberían verse reflejadas en una reactivación de sus volúmenes negociados. Esta mayor utilización posicionaría a los repos como herramientas indispensables para el adecuado funcionamiento del mercado de capitales local y contribuiría a su proceso de desarrollo y profundización.



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.



Fuente: cálculos Anif con base en BVC.