



GOBIERNO
DE COLOMBIA



MINHACIENDA



Documento Técnico

Desarrollo del mercado de préstamo de valores

Mariana Aya Guerrero ^a, Henry Alexander Guerrero^a, Ana Maria Prieto^b

^a Asesores

^b Subdirectora de Desarrollo de Mercados

Unidad de Regulación Financiera, Carrera 8 No. 6c - 38, Bogotá D.C., Colombia

Resumen

Con el fin de continuar impulsando el desarrollo del mercado de valores y siguiendo las mejores prácticas internacionales, la URF presenta al público una propuesta de modificación regulatoria mediante la cual se viabiliza la realización de operaciones de transferencia temporal de valores en el mercado mostrador (OTC) y se facilita la participación de los custodios como agente de transferencia en nombre de los portafolios custodiados. Adicionalmente se plantean ajustes puntuales al Decreto 2555 de 2010 relacionados con la posibilidad de publicar los prospectos de emisiones en canales digitales, un evento particular que no se debe entender como oferta pública de adquisición y por último, adelantar ajustes en las referencias normativas a los gestores profesionales que pueden ser contratados por las sociedades administradoras de fondos bursátiles.



1. INTRODUCCIÓN

El Gobierno Nacional tiene dentro de sus objetivos contribuir en el desarrollo del mercado de capitales, como un complemento natural del sistema financiero para impulsar el crecimiento económico, el progreso empresarial y la equidad.

Uno de los principales desafíos en este frente ha sido promover la liquidez del mercado lo que a su vez permitirá aumentar su eficiencia y profundidad. En la experiencia internacional, uno de los mecanismos para lograr este propósito es el préstamo de valores. Estas operaciones permiten a los agentes realizar estrategias de ventas en corto, arbitraje y rotación de activos y de esta forma aumentar la rentabilidad de la administración de portafolios, mitigar riesgos de incumplimiento en las operaciones y generar una formación de precios más eficiente.

Teniendo en cuenta las características de estas operaciones, en los mercados internacionales es usual que la negociación de las mismas se lleve a cabo de forma bilateral, en el mercado mostrador. En esa línea, los estándares regulatorios de estas operaciones se concentran en mitigar los riesgos de contraparte y mercado, a través de la imposición de límites prudenciales, y en aspectos de transparencia y protección al inversionista, mediante la obligación de revelación de las condiciones de negociación.

A su vez, buena parte de los mecanismos previstos en la práctica internacional para la realización de estas operaciones, es la participación de los custodios como agentes de transferencia. Su rol brinda seguridad a la operación y agrega valor en la custodia de los portafolios, especialmente de aquellos inversionistas institucionales y con horizontes de inversión de largo plazo, en los que el préstamo de valores es una opción para aumentar la rentabilidad de sus posiciones en el mercado.

Con el fin de promover el crecimiento del préstamo de valores en Colombia como fuente de liquidez del mercado y seguir consolidando la figura de custodia, el Gobierno Nacional propone permitir la realización de las operaciones de transferencia temporal de valores en el OTC y ajustar las condiciones bajo las cuales los custodios actúan como agentes de transferencia en estas operaciones en nombre de los portafolios custodiados. Adicionalmente se plantean ajustes puntuales al Decreto 2555 de 2010, relacionados con la posibilidad de publicar los prospectos de emisiones en canales digitales, eventos de ofrecimiento de acciones que no se consideran oferta pública de adquisición. El ajuste en una norma sobre actividades del custodio en los fondos de inversión colectiva y por último se ajustan las referencias asociadas a los gestores profesionales de los fondos bursátiles.

Esta propuesta se realiza en un contexto de mayores controles y garantías de las operaciones monetarias que ha venido operando en el país, en particular a partir del Decreto 766 de 2016,



el cual complementó el esquema de colaterales de estas operaciones, con reglas y estándares de administración de riesgo de contraparte y de liquidez en los intermediarios de valores.

En lo concerniente al vehículo de custodia, la actividad como agente de transferencia complementa los esfuerzos del Gobierno por propiciar el desarrollo de esta figura, en particular el incentivo prudencial previsto en el Decreto 415 de 2018 para los intermediarios de valores.

El documento se divide en varias secciones, una parte inicial donde se analiza la experiencia internacional de la problemática identificada, luego se mencionan los antecedentes normativos y la situación actual del mercado, y por último se presenta la propuesta normativa.

2. CONTEXTO

2.1. PRÉSTAMO DE VALORES

Las operaciones de transferencia temporal de valores son un elemento esencial para el funcionamiento de los mercados de capitales, en el entendido que genera una serie de beneficios para los diferentes participantes, dentro de los cuales se pueden destacar¹²:

- ✓ Aumentar la rentabilidad en la administración de portafolios.
- ✓ Facilitar los mecanismos de compensación y liquidación de operaciones cuando exista un riesgo de incumplimiento.
- ✓ Permite ejecutar estrategias de arbitraje que permitan diversificar riesgos y beneficiarse de las diferencias percibidas en el precio de activos relacionados. Por ejemplo:
 - Arbitraje de valores relacionados o pairs trading: El objetivo de esta estrategia es identificar dos empresas de características similares que coticen a precios que no se ajusten a la relación histórica. Se procede a comprar valores de empresas subvaloradas y tomar posiciones cortas en valores de la que estaría sobrevalorada.
 - Arbitraje sobre índices: Se podrían tomar posiciones cortas sobre los valores incluidos en un índice, por ejemplo COLCAP, mientras se toman posiciones largas en el futuro del índice.
- ✓ Aumentar la rotación de los activos y por ende la liquidez del mercado.
- ✓ Facilita el desarrollo de las actividades de los formadores de liquidez.
- ✓ Permite la cobertura de ventas en corto

Estos beneficios, en términos generales, se encuentran relacionados con la necesidad del receptor de contar con un valor en un momento determinado y para el inversionista hacer una gestión activa de sus portafolios. Sobre el particular, en la literatura económica se señala que³:

¹ BID y SHCP. Condiciones para el Desarrollo del Mercado de Reporto y Préstamo de Valores. México

² Bolsa de Valores de Colombia. Guía de Transferencias Temporal de Valores - TTVs.

³ <http://www.bolsamadrid.es/docs/Inversores/Guias/esp/Prestamo/IntroduccionPrestamoValores.pdf>



“Para el prestatario es un sistema de reducir el riesgo de liquidación, de realizar ventas en corto, o de realizar la cobertura en posiciones de derivados.

Al prestamista le permite maximizar la rentabilidad de carteras de renta variable estables a medio y largo plazo, mediante la comisión percibida, así como eliminar las comisiones de custodia durante el período del préstamo.

A estas ventajas obtenidas por las partes se añade el interés general del mercado: esta actividad dota de liquidez al mercado de renta variable.”

La operación de préstamo de valores se puede instrumentalizar por diferentes canales, tales como plataformas automatizadas o acuerdos bilaterales entre el originador y el prestamista o con la intermediación de un agente, quien se encargará de adelantar la operación por su conocimiento de mercado y la posibilidad de aprovechar economías de escala al contar con una cantidad importante de activos de otros portafolios.

No obstante, en la práctica internacional la mayor parte de la actividad del préstamo de valores ocurre en los mercados OTC⁴. España⁵, Chile⁶ y Australia⁷ son ejemplos de esta situación. En

⁴ ISLA representa los intereses de los participantes del mercado de préstamos de valores en Europa, Oriente Medio y África. Cuenta con 150 miembros, entre inversionistas institucionales, administradores de activos, bancos custodios y corredores.

En una de las guías de la asociación señala la operatividad del préstamo de valores en los siguientes términos:

“Los acuerdos de préstamo de valores están respaldados por el estándar legal del mercado, acuerdos tales como el Contrato de Préstamo Mundial de Valores Mobiliarios (GMSLA) publicado por ISLA. Este contrato de préstamo se ejecuta entre el agente prestamista (en nombre del prestamista) y el prestatario. El prestamista también entra en un acuerdo de operación con su agente que establece todos los parámetros dentro de los cuales debe tener lugar la operación de préstamo (como los límites en los montos que se pueden prestar o restricciones a las garantías que pueden recibirse). Una vez elaborado el acuerdo, el agente será responsable de todas las actividades del día a día.

Una vez que se establece el acuerdo de préstamo principal, los préstamos generalmente se negocian entre el agente y el prestatario, de manera bilateral. Los agentes proporcionan a los prestatarios archivos electrónicos que muestran los valores que sus clientes tienen disponibles para prestar cada día. El prestatario normalmente adelantará la solicitud de préstamo vía telefónica, mensajería electrónica segura o una plataforma automatizada como Equilend. Una vez que se ha acordado el préstamo, ambas partes proporcionan instrucciones de mercado para permitir que los valores se entreguen al prestatario en la fecha acordada.”

⁵ Se permite negociar operaciones de préstamos de valores tanto en sistemas de negociación como en el mercado mostrador.

En términos generales se define que “*el préstamo de valores bilateral, también conocido como préstamo “OTC”, pone en contacto a un prestamista que cede títulos de su cartera y a un prestatario que toma estos títulos durante un período determinado. La base legal que sustenta esta relación está contenida en el Código de Comercio y las condiciones de la cesión son fijadas libremente por las partes que intervienen.*” En relación con los originadores, los papeles sujetos de la operación y el plazo, se señala de manera expresa que: “*Cualquier valor de renta variable es susceptible de préstamo OTC, por un plazo máximo de un año. Se trata de una actividad fundamentalmente practicada por inversores institucionales. Concretamente prestan valores las sociedades de valores y bolsa, compañías de seguros, bancos, cajas de ahorros y fondos de inversión y de pensiones no residentes en España*”. Ver: Cómo es el préstamo de valores bilateral u “OTC” (II).

⁶ Se permiten las operaciones de préstamo de valores en el mercado mostrador:

“El Sistema de Préstamos de Valores corresponde a un sistema OTC, en el cual se permite el registro de operaciones de préstamos cuyo objeto pueden ser instrumentos de renta variable, cuotas de fondos de inversión (CFI), renta fija e intermediación financiera”. Ver: <http://ww2.sebra.cl/BCSWiki/Wiki.jsp?page=Sistema%20Pr%C3%A9stamos%20Valores>

⁷ En el mercado australiano, se permite la realización de operaciones en el mercado mostrador en diversos productos incluido el préstamo de valores. Sobre estos productos, la Asociación de Mercados Financieros de Australia (AFMA), entidad privada



efecto, la negociación de estas operaciones usualmente se realiza mediante contratos de naturaleza bilateral, realizados bajo criterios de confianza entre los intervinientes, quienes adelantan estudios de riesgo de las contrapartes y que les permite contar con determinados títulos en el momento que los requieran, con condiciones pactadas de manera previa.

Existe, además, evidencia empírica según la cual, si bien la negociación centralizada de estas operaciones puede ayudar a aumentar la transparencia de la misma, al realizarla de forma descentralizada se aumenta la liquidez y la eficiencia en el descubrimiento de precios (Huszár Z, Porras M., 2016).

En esa línea, los estándares regulatorios de estas operaciones se concentran en la mitigación de los riesgos de contraparte y mercado, a través de la imposición de esquemas de colaterales, y en aspectos de transparencia y protección al inversionista, mediante la obligación de revelación de las condiciones de negociación en los sistemas de registro correspondientes.

2.2.CUSTODIOS COMO AGENTES DE PRÉSTAMOS

Para viabilizar la realización de operaciones de préstamo de valores en el mercado mostrador (OTC), es importante analizar el papel de los custodios como agentes de transferencia en la intermediación de la operación, lo cual les permite tener un papel activo en la gestión de los portafolios y prestar un mayor valor agregado, al tiempo que dota de agilidad y seguridad la operación de préstamo de valores.

2.2.1. España

El mercado de préstamos de valores en España ha venido presentando una dinámica de crecimiento importante, la cual se ha respaldado de manera importante por las actividades realizadas por los intermediarios financieros que participan en la actividad, sobre el particular se menciona que:

“La oferta de valores en el mercado de préstamo proviene fundamentalmente de las carteras de los propietarios finales, tales como fondos de pensiones y otros fondos, o las compañías aseguradoras. La demanda subyacente de préstamo de valores tiene su origen en las operaciones realizadas por los intermediarios financieros y los fondos libres (hedge funds).

En medio de todo ello, existe una serie de intermediarios, cuya importancia refleja en parte el hecho de que el mercado de préstamo de valores es una actividad secundaria

que promueve la eficiencia, la integridad y el profesionalismo en los mercados financieros de Australia, ha adelantado una guía de buenas prácticas en el mercado OTC.



para muchos de los propietarios de valores y para los posibles tomadores presentes en el mismo. Los intermediarios ofrecen importantes servicios, como son la mejora del crédito y la provisión de liquidez, al estar dispuestos a tomar prestados valores a la vista, a la vez que los prestan a plazo. También generan economías de escala, incluyendo el beneficio derivado de la inversión en tecnología que han de realizar para operar en el mercado actual.

Entre los intermediarios se encuentran bancos custodios y gestores de activos actuando como prestamistas de títulos en nombre de los propietarios finales de los mismos, y que prestan este servicio entre los muchos otros que proporcionan a sus clientes. También han aparecido agentes especializados en el préstamo de valores.

Estos agentes aceptan el reparto de los beneficios derivados del préstamo con los prestamistas originales de los títulos, pudiendo ofrecer indemnizaciones como cobertura de determinados riesgos, como puede ser el incumplimiento de pago por parte del tomador.

....

Para los titulares de los valores, hay diferentes vías de acceso a este mercado. Pueden hacerlo a través de un agente (banco custodio, gestora de activos o especialista) que gestione un programa de préstamo de valores. Otra opción es hacerlo bajo la fórmula de subasta directa de su cartera entre posibles tomadores, o bien seleccionando un tomador principal de la misma. También puede realizar una operación de préstamo interno o “in-house”, así como prestar directamente en el mercado, o bien utilizar una combinación de algunas de estas estrategias.”⁸

2.2.2. Australia

En el caso australiano se encuentra que el mercado de préstamos de valores es un negocio de volumen y de economías de escala y en esa medida la intermediación de agentes de préstamos es fundamental para brindar al mercado de liquidez y profundidad, así como de prestar servicios que se relacionen con la operación, como otros accesorios a la misma. Sobre el particular se encuentra que⁹:

“Los préstamos de valores se están convirtiendo cada vez más en un negocio de volumen y de economías de escala, ofrecidos por agentes que agrupan los valores de diferentes clientes, lo que permite a los propietarios más pequeños de activos participar en el mercado. Lo anterior repercute en los costos asociados con la ejecución de un préstamo de valores eficiente al hacerse en volúmenes importantes. Gestores de activos y bancos

⁸<http://www.bolsamadrid.es/docs/Inversores/Guias/esp/Prestamo/IntroduccionPrestamoValores.pdf>

⁹ An Introduction to Securities Lending (Australia) Commissioned by: - Australian Securities Lending Association Limited.



custodios han agregado el préstamo de valores a los servicios que ofrecen a los propietarios de portafolios de valores.

Los propietarios y agentes "dividen" los ingresos de los préstamos de valores según tasas comerciales. La división será determinada por muchos factores, incluido el nivel de servicio y la provisión de cualquier mitigación de riesgos por parte del agente, como una indemnización en caso de materialización de riesgo. Los préstamos de valores a menudo son parte de una relación mucho más grande [por ejemplo, una relación de custodia / cliente] y, por lo tanto, la negociación de las tarifas puede formar parte de un paquete de servicios.

La historia de los préstamos de valores está vinculada con los bancos custodios, una vez que reconocieron el potencial para actuar como intermediarios y agentes, estos comenzaron a comercializar el servicio a sus clientes, pudiendo movilizar grandes cantidades de valores disponibles para préstamo, lo cual estimuló el crecimiento del mercado.

La mayoría de los grandes custodios han agregado préstamos de valores a sus negocios de custodia principal. Las ventajas de la operación están asociadas con: la relación bancaria existente con sus clientes; su inversión en tecnología y cobertura global de mercados, derivada de sus negocios de custodia; la habilidad para agrupar los activos de muchos fondos subyacentes más pequeños, aislando a los prestatarios del inconveniente de tratar con muchos fondos pequeños y proporcionar a los prestatarios protección.

Al ser bancos, también tienen la capacidad de proporcionar indemnizaciones y administrar garantías en efectivo eficientemente - dos factores críticos para muchos clientes subyacentes."

2.2.3. Estados Unidos

Se permite que dentro de la negociación de los préstamos de valores intervenga un agente intermediario, que puede ser o no el custodio, con el fin de facilitar la operación y prestar servicios adicionales a las partes¹⁰:

"La mayoría de los prestamistas emplean a un agente para que actúe en su nombre en la negociación y administración del programa de préstamo de valores. Estos intermediarios son el custodio del prestamista, un agente especialista en préstamos de terceros (no custodios) u otro custodio

...

¹⁰ Securities Lending Best Practices



Algunos prestamistas, particularmente aquellos con un grupo de activos grande, optan por prestar directamente, es decir, no nombran a un agente. Otros pueden optar por utilice múltiples proveedores, preste activos a través de un custodio y un agente de terceros, o una combinación de los anteriores

...

Históricamente, los custodios han sido los principales facilitadores de los préstamos de valores, actuando como agente en nombre de sus clientes. Normalmente, esto permite que el cliente se beneficie del ofrecimiento de servicios "agrupados", que incluyen custodia, administración de fondos, etc.

Los pools de activos sujetos a préstamos por parte de los custodios son grandes, lo que puede ser atractivo para los prestatarios que disfrutan de la liquidez que proporciona.”.

Como se observa, la participación de un agente en la estructura del préstamo de valores, genera una serie de beneficios relacionados con economías de escala, reducción de costos por volúmenes de negociación, liquidez, entre otros, adicionalmente se puede generar paquetes de servicios con beneficios de costos para el originador.

2.2.4. Varios

En la experiencia internacional no se encuentra un único modelo de negocio para el desarrollo de la actividad de agente de transferencia, así como que entidades pueden desarrollar este tipo de negocios.

3. ANTECEDENTES

Con la finalidad de determinar las necesidades normativas que dan origen a la modificación regulatoria aquí propuesta, se hace necesario mencionar los antecedentes normativos relacionados con la transferencia temporal de valores y las actividades de la custodia, así como analizar la situación actual en el mercado de esta operación y actividad respectivamente y su importancia para el desarrollo del mercado de valores en el país.

3.1. TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES

Antecedentes normativos

La operación de transferencia temporal de valores se encuentra definida en el Artículo 2.36.3.1.3 del Decreto 2555 de 2010, en el cual se señala de manera expresa que:



“Las operaciones de transferencia temporal de valores son aquéllas en las que una parte (el “Originador”), transfiere la propiedad de unos valores (objeto de la operación) a la otra (el “Receptor”), con el acuerdo de retransferirlos en la misma fecha o en una fecha posterior.

A su vez, el Receptor transferirá al Originador la propiedad de “otros valores” (no objeto de la operación), o una suma de dinero de valor igual o mayor al de los valores objeto de la operación; o entregará dicha suma de dinero u “otros valores” en garantía a un sistema de negociación de valores o a una bolsa de valores vigilada por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Cuando el dinero o los “otros valores” sean entregados en garantía, la operación de transferencia temporal de valores debe ser desarrollada a través de sistemas de negociación de valores o de bolsas de valores autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia, en los cuales se soliciten dichas garantías para la realización de estas operaciones y las mismas estén administradas por el respectivo sistema o bolsa, en las condiciones del artículo 11 de la Ley 964 de 2005.

En el caso en que se transfiera la propiedad sobre los “otros valores”, al momento en que se revierta la operación, tanto el Originador como el Receptor deberán restituir la propiedad de valores de la misma especie y características de aquéllos recibidos en la operación o la suma de dinero recibida, según sea el caso.”

Adicionalmente el marco regulatorio establece los canales mediante los cuales se puede desarrollar la operación. El parágrafo 2 del Artículo 7.4.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 se señala que:

“En el mercado mostrador no se podrán realizar operaciones de compra, venta, repo, simultáneas o de transferencia temporal de valores, sobre acciones o bonos convertibles en acciones de una sociedad inscrita en bolsa de valores. ...”

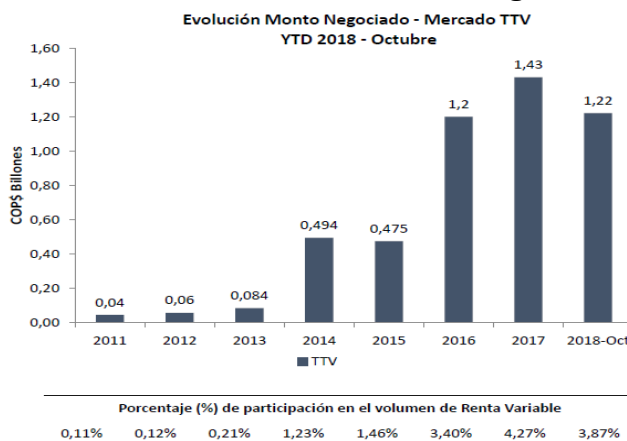
En el caso particular de los portafolios conformados con los recursos de los fondos de pensiones y cesantías, así como los que respaldan las reservas técnicas de las entidades aseguradoras, se autoriza la realización de estas operaciones únicamente cuando éstas tengan lugar en un sistema transaccional administrado por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Así las cosas, las operaciones de transferencia temporal de valores sobre acciones y bonos convertibles en acciones únicamente se podrán realizar utilizando sistemas de negociación y no en acuerdo bilaterales entre las partes (mercado OTC o mostrador).

A su vez, el título 3 del libro 36 del Decreto 2555 de 2010 establece el régimen de garantías de las operaciones monetarias, incluidas las TTVs, y el esquema de límites para la realización de las mismas por parte de los intermediarios. Este estándar prudencial fue recientemente actualizado por el Decreto 766 de 2016, con lo cual se tiene un marco prudencial robusto que permite el desarrollo de este tipo de operaciones de forma ordenada.

En materia de evolución del mercado de TTVs, en términos generales se observa una tendencia creciente en la realización de estas operaciones en renta variable, teniendo un salto cualitativo en el año 2016, tanto en montos negociados como en participación en los volúmenes negociados en este tipo de instrumentos. En la gráfica 1 se presentan la evolución de las operaciones negociadas en la Bolsa de Valores.

Gráfica 1. Evolución de los montos negociados en TTVs

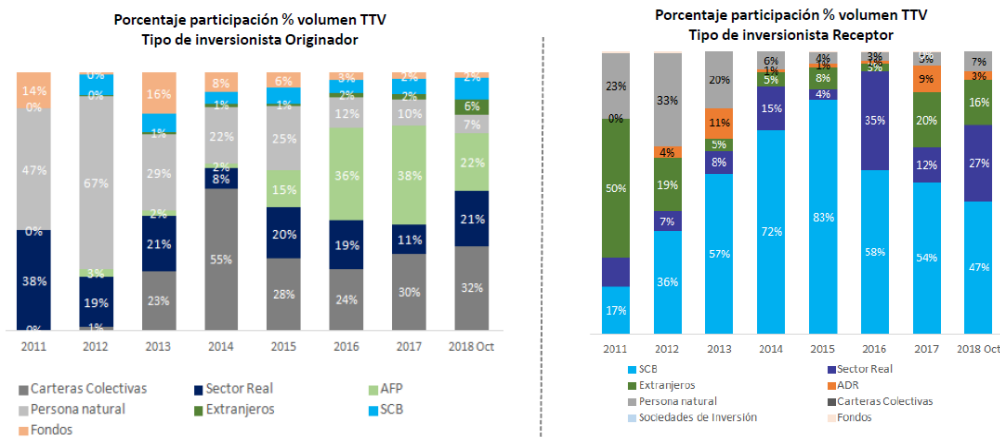


Fuente: BVC

Como se observa, el mercado de TTVs en Colombia ha tenido un comportamiento creciente en los últimos años, sin embargo su participación dentro del volumen de negociación de renta variable es relativamente pequeño y no supera el 4% del mismo. Al desagregar por los participantes de la operación, en los originadores se destacan los portafolios y respectivos valores de las carteras colectivas, el sector real y los fondos de pensiones. En los receptores se destacan las sociedades comisionistas de bolsa, el sector real e inversionistas del exterior.

Estas cifras evidencian que, pese a los esfuerzos realizados, en Colombia existe un mercado potencial de préstamos de valores, en el que participen de manera activa un mayor número de agentes y portafolios y en el que se obtengan beneficios para el mercado, relacionados con mayor liquidez de las especies y una gestión activa de los portafolios.

Gráfica 2. Originadores y receptores de las TTVs



Fuente: BVC

3.2.CUSTODIA

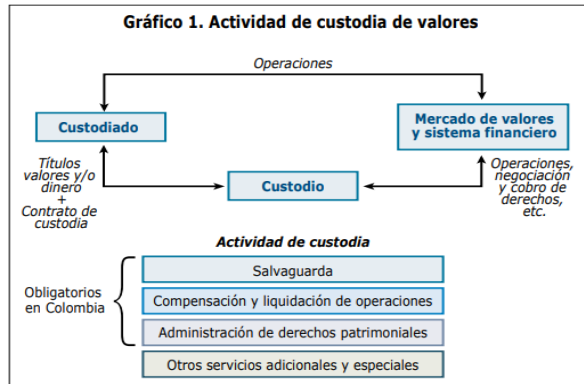
En 2013 el Gobierno Nacional expidió el Decreto 1243, mediante el cual se regula la actividad de custodia de valores, como una actividad del mercado de valores, y que tiene por objetivos garantizar una adecuada protección a los inversionistas y una mayor transparencia y eficiencia al mercado de valores. Siguiendo estándares internacionales, dicha actividad debe desarrollarse siguiendo una serie de características particulares, tales como independencia, segregación y profesionalidad en la ejecución de la misma.

La expedición del mencionado decreto le brinda al mercado de capitales local un vehículo eficiente, que respalda a los inversionistas tanto locales como del exterior, dándoles mayores seguridades y transparencia a la tenencia de valores, y en esta medida se busca generar confianza y mayor competitividad con otros mercados.

La actividad de custodia se define de manera general como: “La custodia de valores es una actividad del mercado de valores por medio de la cual el custodio ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores. En ejercicio de esta actividad, el custodio deberá ejercer como mínimo la salvaguarda de los valores, la compensación y liquidación de las operaciones realizadas sobre dichos valores, así como, la administración de los derechos patrimoniales que de ellos emanan, ...”

La actividad de custodia puede ser descrita gráficamente, en los siguientes términos:

Gráfica 3. Actividad de custodia de valores



Fuente: ANIF – Enfoque mercado de capitales – Septiembre 2013

En dicho gráfico se observa el papel que desarrollan los custodios en el mercado de valores, al ser un soporte del inversionista, salvaguardar los valores, mitigar riesgos, garantizar el cumplimiento de las operaciones y registro de las mismas y administrar los derechos de los tenedores.

Adicional, los custodios pueden desarrollar otras actividades complementarias tales como: a) administración de derechos políticos; b) valoración; c) transferencia temporal de valores; d) cumplimiento de obligaciones fiscales y e) cumplimiento de obligaciones cambiarias.

En relación con las TTV, la reglamentación vigente establece que el custodio, autorizado de manera previa y expresa por el custodiado, obra como agente de éste para la transferencia temporal de los valores objeto de custodia. En el desarrollo de este servicio el custodio deberá emplear los mecanismos que considere necesarios a efectos de garantizar el ejercicio de los derechos patrimoniales y políticos inherentes a los valores que se encuentren en ese momento bajo su propiedad, si cuenta con autorización para el ejercicio de estos últimos, que hayan sido objeto de la operación de transferencia.

Un último, antecedente normativo a mencionar, tiene relación con lo establecido en el Decreto 415 de 2018, mediante el cual se establece el patrimonio adecuado de sociedades fiduciarias, sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, sociedades comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de inversión y entidades aseguradoras, y en el que se incentiva la actividad, mediante una deducción de los gastos por comisiones causados por la custodia de valores, en el cálculo del valor del riesgo operacional.

En la actualidad, la actividad de custodia es realizada por 3 sociedades fiduciarias, una adicional se encuentra adelantando el proceso de autorización en la Superintendencia Financiera. Estas entidades tienen a su cargo de manera obligatoria la custodia de los portafolios de los fondos

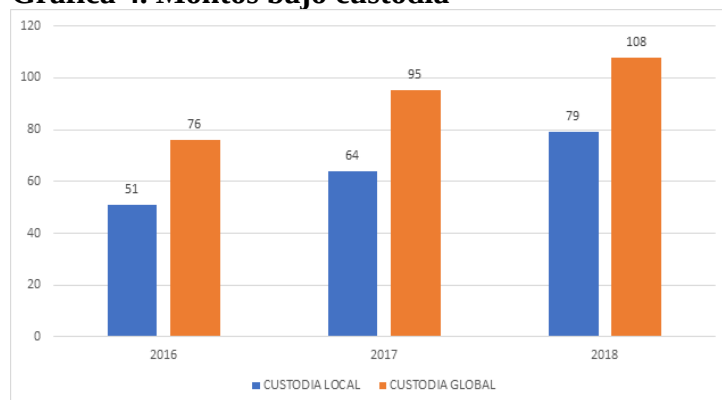


de inversión colectiva y de manera voluntaria de los portafolios de entidades y negocios como: reservas técnicas de sociedades de seguros, entidades públicas, universidades, entre otros.

De acuerdo con la información de Asofiduciarias, se observa una tendencia positiva en la custodia de valores, esto es un crecimiento cercano al 52.4% en recursos de custodia local para el periodo septiembre 2016 a septiembre 2018, y del 40% en custodia total en el mismo periodo. Los resultados en valores absolutos se presentan en la Gráfica 4.

Como se observa en la gráfica, los montos custodiados por las sociedades fiduciarias autorizadas representan unas cifras representativas dentro del total del mercado, esto es cerca de \$80 billones a septiembre de 2018. Recursos importantes que pueden dinamizar el mercado local, en el caso que se permita una gestión más activa de los mismos, específicamente en las actividades como agentes de transferencias de valores, en la cual se puede generar un valor agregado para el originador de la operación (institucionales, extranjeros y otros inversionistas), para los receptores y brindar liquidez adicional a los mercados de renta variable.

Gráfica 4. Montos bajo custodia



Fuente: Asofiduciarias¹¹ – Custodios

4. PROPUESTA NORMATIVA.

Una vez analizados los antecedentes normativos, la situación actual y la experiencia internacional, es posible identificar algunos aspectos regulatorios que pueden limitar el desarrollo de operaciones de transferencia temporal de valores, así como posibles ajustes a la actividad de agentes de transferencia o préstamo por parte de los custodios, los cuales se presentaran en los siguientes subnumerales de la presente sección. Adicional a los temas anteriores, en la propuesta se incluyen algunas modificaciones regulatorias puntuales, que tienen por objetivo promover un mercado de capitales más eficiente.

¹¹La custodia local incluye la de FICs y la de otros portafolios locales diferentes a los fondos.



4.1.TRANSFERENCIA TEMPORAL DE VALORES

De acuerdo con lo analizado en las secciones previas del presente documento, se hace una propuesta normativa que tiene como finalidad permitir que las operaciones de transferencia temporal de valores se realicen en sistemas transaccionales administrados por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia o en el mercado mostrador (OTC), mediante acuerdos bilaterales entre las partes. Estas segundas operaciones deben ser registradas en un sistema de negociación, con el promover la transparencia de las operaciones y posteriormente se realiza la compensación y liquidación de las mismas.

La propuesta establece algunas normas particulares para el desarrollo de la operación y permite que los recursos de las reservas técnicas de las sociedades aseguradoras y de los fondos de pensiones, se puedan utilizar en transferencias temporales de valores a través del mercado transaccional o en el mercado mostrador.

Las operaciones que se realicen en el mercado mostrador contemplan una serie de variables que deben ser acordadas por las partes que participan en la misma, dentro de las cuales se deben definir los activos sujetos de la operación, las garantías, los montos de cobertura, entre otros. Existe la posibilidad de que la operación se compense y liquide en la cámara de riesgo central de contraparte, evento en el cual las garantías y el porcentaje de cobertura aplicable se registrarán por lo establecido en el reglamento de la respectiva cámara.

Adicionalmente y dado el potencial que tiene el mercado de las TTV sobre acciones realizadas en el OTC, se establece que el límite por especie establecido en el numeral 4 del artículo 2.36.3.3.2 del Decreto 2555 de 2010, no será aplicable a las acciones objeto de las operaciones de transferencia temporal de valores. De esta manera se incentiva el crecimiento del mercado de préstamos de valores y se contribuye a la liquidez del mercado.

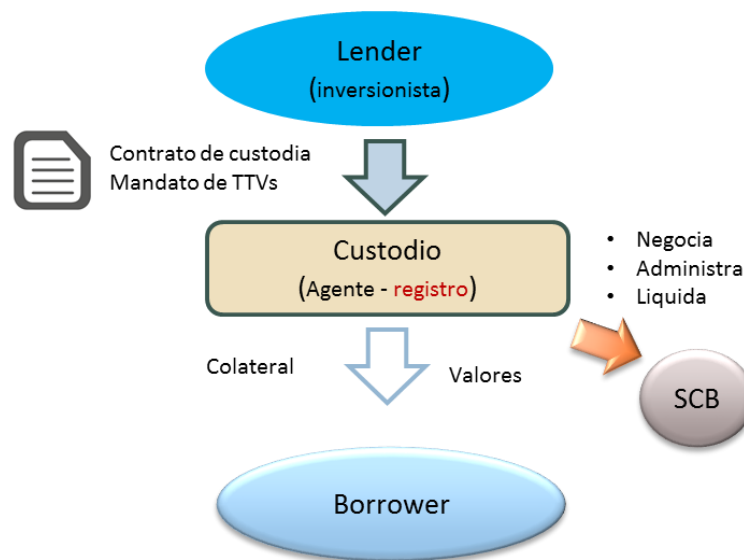
4.2.AGENTE DE TRANSFERENCIA – CUSTODIOS

En relación con las actividades desarrolladas por los custodios, se ha observado en diferentes jurisdicciones su participación como agentes intermediarios en la operación de préstamo de valores, promoviendo eficiencias en el mercado, al contar con unos portafolios de valores significativos, con lo cual se generan reducciones en costos y comisiones, economías de escala, liquidez y desarrollo de los mercados.. En virtud de lo anterior se hace algunos ajustes a las normas actuales, que permitan una participación más activa de estos agentes en el mercado.

La presencia del custodio como agente de transferencia se puede estructurar de acuerdo con los modelos de negocio desarrollados y de manera particular con las actividades que puedan adelantar dentro de la cadena de la operación.

En forma gráfica se puede estructurar los modelos de negocio de acuerdo con el siguiente diagrama:

Grafica 5. Modelo de negocio - agente de transferencia



Los modelos de negocio dependen de manera particular de las actividades desarrolladas, estos pueden ser:

1. El agente de transferencia participa únicamente en la compensación y liquidación, por lo que el registro lo adelanta la Sociedad Comisionista de Bolsa.
2. El agente de transferencia participa en el registro de la operación, así como en la compensación y liquidación.
3. El agente de transferencia participa en toda la cadena de la operación, esto es administración, negociación, registro, liquidación y compensación. Las actividades las realiza de acuerdo con las instrucciones particulares que hacen los inversionistas titulares de los portafolios y en esa medida estas actividades no constituyen una actividad de intermediación de valores para el custodio. Hay actividades de intermediación de valores.



Estos tres modelos, tienen como característica homogénea, que el custodio como agente de transferencia, únicamente realiza actividades y operaciones que son definidas por el dueño del portafolio, y de esta manera, el riesgo de la operación (mercado y contraparte) es asumido por el propio dueño de los activos. Por esto mismo, el ejercicio de este tipo de actividades no constituye una actividad de intermediación de valores.

La propuesta normativa incluye un marco general, para que la actividad de agentes de transferencia, sea adelantada de acuerdo con el modelo de negocio de cada entidad. La propuesta incluye temas tales como:

- El custodiado podrá autorizar al custodio para que actúe en nombre y por cuenta de este en la administración, negociación y liquidación de las operaciones de transferencia temporal de valores realizadas respecto de los valores custodiados.
- Cuando la operación de transferencia temporal de valores sea realizada en el mercado mostrador, deberá ser registrada en un sistema de registro de operaciones sobre valores autorizado por la Superintendencia Financiera de Colombia. El registro será realizado por parte del custodio del portafolio custodiado o de la sociedad comisionista de bolsa, dependiendo del modelo de negocio que se escoja.
- El custodiado asumirá los riesgos de mercado, crédito y contraparte derivados de la operación.
- El custodio deberá contar con políticas internas que garanticen transparencia en la prelación del cumplimiento de las operaciones realizadas para los diferentes portafolios custodiados, así como aquellas que permitan gestionar los conflictos de interés que se presenten en el desarrollo de este servicio.

4.3.OTRAS MODIFICACIONES

Existen otras propuestas en el proyecto de decreto que recogen temas relacionados con el mercado de capitales, y que en general buscan reconocer algunas situaciones particulares de la economía y del mercado:

- **Comunicación de la oferta pública de adquisición y plazo para la aceptación.**

La propuesta de modificación al artículo 6.15.2.1.7 del Decreto 2555 de 2010, tiene por objetivo reconocer una realidad propia de la economía y de los mercados actuales, y esta se relaciona con la proliferación y masificación del uso de canales digitales para la comunicación de información al público.



De acuerdo a lo anterior se permite que el oferente deberá publicar el aviso de oferta pública de adquisición por lo menos tres (3) veces, con intervalos no mayores de cinco (5) días comunes, en forma destacada en las páginas económicas de un diario físico o electrónico de amplia circulación nacional.

- **Obligaciones especiales del custodio de valores para los fondos de inversión colectiva**

Sobre este tema, se elabora una propuesta en la cual se elimina la obligación del custodio de “Asegurarse de que los gastos en que incurren los fondos de inversión colectiva respecto de los cuales se realiza la actividad de custodia, relacionados con las operaciones sobre los valores objeto de custodia, corresponden con los señalados en el respectivo reglamento”, en la medida que dentro de la administración y gestión del fondo, existen otras instancias en las cuales se realiza esta actividad.

- **Oferta Pública**

La norma establecida en el artículo 9 busca ampliar el ámbito de aplicación del numeral 3 del artículo 6.1.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, en lo relacionado con ofertas de acciones que no se consideran ofertas públicas, en el siguiente sentido:

3. La que realice una sociedad Colombiana sobre sus acciones, las de su matriz, sus filiales y/o subordinadas, que no se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Valores y Emisores (RNVE), y sea ofrecida a aquellos sujetos con los que tiene contrato de trabajo vigente y/o a los miembros de su junta directiva. La oferta deberá hacer parte de un programa de compensación o de beneficios para empleados, el cual, adicionalmente, deberá constar por escrito en el respectivo contrato de trabajo.”

- **Gestor fondo bursátil**

La propuesta establecida en el artículo busca ajustar las referencias normativas a los artículos de gestor profesional de fondos de capital privado, las cuales actualmente se encuentran establecidas en las normas de fondos bursátiles. Dichas referencias deben ser modificadas por la entrada en vigencia del Decreto 1984 de 2018, el cual modifica el régimen de los fondos de capital privado, toda vez que los números de los artículos cambiaron:

“Artículo 3.4.1.1.18 Gestor profesional. Las sociedades administradoras de fondos bursátiles podrán establecer, en el respectivo reglamento, la contratación de un gestor profesional. En este evento será aplicable lo previsto en los artículos 3.3.7.2.2, 3.3.7.2.3, 3.3.7.2.4 y 3.3.7.2.5 del presente decreto, teniendo en cuenta las características especiales de los fondos bursátiles”



GOBIERNO
DE COLOMBIA



MINHACIENDA



Bibliografía

Bank of Canada (2010) The Role of Securities Lending in Market Liquidity. Financial System Review.

Huszár Z, Porras M. (2016) An Analysis of Over-the-Counter and Centralized Stock Lending Markets.

ANIF – Enfoque mercado de capitales – Septiembre 2013

An Introduction to Securities Lending. Australian Securities Lending Association Limited.

Banco Interamericano de Desarrollo (BID) - Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP). Condiciones para el Desarrollo del Mercado de Reporto y Préstamo de Valores. México

Cómo es el préstamo de valores bilateral u “OTC” (II)

Decreto 2555 de 2010.

Securities Lending Best Practices

Securities Lending A Guide for Policymakers. ISLA

<http://www.bolsamadrid.es/docs/Inversores/Guias/esp/Prestamo/IntroduccionPrestamoValores.pdf>

<https://www.otcguide.com.au/products>. La Asociación de Mercados Financieros de Australia (AFMA)

<http://ww2.sebra.cl/BCSWiki/Wiki.jsp?page=Sistema%20Pr%C3%A9stamos%20Valores>