



Universidad de Buenos Aires
Facultad de Ciencias Económicas



Escuela de Estudios de Posgrado
Especialización en Administración Financiera

Trabajo Final

*Operaciones REPO; Revisión del caso
INTERBOLSA(Colombia), una aplicación a la
Argentina*

**Autor :
Adriana Acevedo Maldonado**

Tutor :

Buenos Aires, 16 de Noviembre de 2017

BUENOS AIRES, de de 20 .

SR. DIRECTOR DE LA CARRERA DE POSGRADO
 DE ESPECIALIZACIÓN EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA.
 FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS.
UNIVERSIDAD DE BUENOS AIRES.

De mi mayor consideración:

Tengo el agrado de dirigirme a Ud. con la finalidad de remitirle, adjuntos a la presente, TRES (3) ejemplares del Trabajo Final presentado por el alumno:

Adriana Acevedo Maldonado
Nombre y Apellido del Alumno

cuyo título es el siguiente :

<i>Operaciones REPO; Revisión del caso INTERBOLSA(Colombia), una aplicación a la Argentina</i>
Título completo del Trabajo Final

En mi carácter de Tutor designado por la Dirección de la Carrera a efectos de orientar y guiar la elaboración de este Trabajo Final, le informo que he analizado y revisado adecuadamente la versión final que se acompaña y que por ello propongo la aprobación de la misma y la siguiente calificación, dentro de la escala de cero a diez :

Número	Letras

Sin otro particular lo saludo muy atentamente.

Firma completa del Tutor
Nombre y Apellido del Tutor
Cargo (s) docente (s) u otro (s) del Tutor

<i>Calificación de las Autoridades de la Carrera :</i>			
Número	Letras	Número	Letras
<i>Firma del Subdirector</i> Heriberto H. Fernández <i>Subdirector</i>		<i>Firma del Director Alterno</i> Celestino Carbajal <i>Director Alterno</i>	
<i>Calificación Final :</i>			
Número	Letras		

ÍNDICE GENERAL

1. RESUMEN DEL TRABAJO	6
2. INTRODUCCIÓN AL TEMA	7
3. DESARROLLO DEL TRABAJO	9
3.1. ¿Qué son las operaciones REPO?	9
3.1.1. Definición	9
3.1.2. Marco Histórico	10
3.1.3. Partes que intervienen	11
3.1.4. Procedimiento para realizar una operación REPO	12
3.1.5. Generalidades	12
3.1.6. Garantías	14
3.1.7. Riesgos de las operaciones Repo	15
3.2. Cómo funcionan los REPOS	17
3.2.1. Como funciona los REPOS en Colombia	20
3.3. Breve reseña de InterBolsa	21
3.3.1. Importancia de InterBolsa en Colombia	26
3.4. Análisis de las causas de la liquidación de InterBolsa	27
3.4.1. Posibles causas que llevaron a la liquidación	27
3.4.2. Responsables	33
3.4.3. Consecuencias	36
3.4.4. Entes reguladores	38
3.4.5. Legislación	40
3.4.6. Cambios generados a partir de la liquidación	43
3.4.7. Volúmenes negociados para el mercado de Renta fija – REPO	46
3.5. Extrapolación del caso InterBolsa a la Argentina	48
3.5.1. Funcionamiento del mercado de Repos en Argentina	48
3.5.2. Tipos de pases	51
3.5.3. Características de la rueda REPO	53
3.5.4. Agentes de regulación	54
3.5.5. Legislación	56
3.5.6. Volúmenes negociados para el mercado de Renta fija – REPO	62
4. CONCLUSIONES	65
5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	68
6. SOPORTE ELECTRÓNICO (C. D.)	72

ÍNDICE DE CUADROS

I	Esquema de contrato bilateral. Fuente: Elaboración ANIF.	13
II	Esquema de contrato tripartita. Fuente: Elaboración propia.	14
III	Ruedas de negociación. Fuente: Elaboración propia, sobre la base del Manual de negociación de la Bolsa de Valores de Colombia.	21
IV	Estructura y composición de negocios del InterBolsa. Fuente: Elaboración propia.	24
V	Evolución en la regulación de los REPOS en Colombia. Fuente: Elaboración propia.	41
VI	Comparativo de los cambios en la regulación de las operaciones REPO. Fuente: Elaboración propia.	46
VII	Ubicación de los Repos dentro del Mercado de Valores. Fuente: Elaboración propia.	48
VIII	Evolución en la regulación de los REPOS en Argentina. Fuente: Elaboración propia.	56

ÍNDICE DE GRÁFICOS

I	Evolución anual comparativa mes de noviembre a partir del 2011 hasta 2017. Fuente: Elaboración propia, sobre la base de estadísticas sobre operaciones repos, para una fecha dada.	47
II	Evoluciona anual a partir del 2011 con el monto de negociaciones. Fuente: Elaboración propia, sobre la base de estadísticas sobre operaciones repos, para una fecha dada.	47
III	Evolución mensual comparativa mes a mes a partir del 2007 hasta 2017. Fuente: Página del MAE- Modulo estadísticas.	61
IV	Evoluciona anual a partir del 2007 con el monto de negociaciones. Fuente: Página del MAE- Modulo estadísticas.	62
V	Participación operado en Rueda REPO. Fuente: BCRA informe diario de pases.	63

1. RESUMEN DEL TRABAJO

El objetivo de la presente tesis, es ofrecer al lector una visión general de como es el funcionamiento de las operaciones REPO, resaltando la importancia de estos instrumentos de financiamiento para una economía. Por lo que inicialmente se abordara las generalidades sobre este concepto, para luego poder abordar el tema central y con el cual se busca desarrollar el contenido del trabajo, el cual está relacionado con el caso de InterBolsa la comisionista de bolsa más grande de Colombia, la cual a finales del año 2012 recibe la notificación de intervención por parte del agente de control de este país, que luego se traduce en una quiebra; situación que desencadenó un pánico financiero y que estuvo al borde de convertirse en una crisis sistémica.

En este contexto, el documento busca mostrar las causas que llevaron a esta empresa a estar en esta situación y la relación que tenía con las operaciones REPO, para esto se hace necesario explicar los orígenes y crecimiento de la compañía, los negocios que estos desarrollaban, el punto de quiebre que desata la crisis en esta comisionista de bolsa, la identificación de los responsables y los cambios que surgieron a partir de esto.

Finalmente si bien los REPOS son utilizados en varios países del mundo como herramienta de financiamiento, también es una herramienta para que los bancos centrales puedan desarrollar sus políticas monetarias como por ejemplo en la Eurozona, Estados Unidos y algunos países de Latinoamérica; por este motivo se busca llevar el tema a una economía puntual de la región, como es la Argentina. Para esto es necesario conocer como es la aplicación y funcionamiento, centrandolo la atención en la regulación, para llegar a establecer si un caso como el que se dio en Colombia puede llegar a presentarse en este país.

2. INTRODUCCIÓN AL TEMA

A lo largo de la historia se han visto constantes transformaciones en la forma como funcionan las económicas, hemos pasado de un esquema en el cual existía libertad de movilidad de capitales, tipos de cambios fijos y sin una política monetaria independiente, hasta llegar a tener tipos de cambios flotantes, con controles de capitales y políticas monetarias independientes; todos estos cambios han sido el resultado de una serie de acontecimientos como lo fueron la gran depresión económica del año de 1929, la finalización de Guerras Mundiales, el auge por la demanda de productos energéticos y los avances tecnológicos, entre otros, los cuales han hecho un mundo más conectado y globalizado.

Dentro de los últimos cambios que se han evidenciado en el sistema financiero y se suma a los acontecimientos anteriormente mencionados, son las turbulencias dentro del sector hipotecario; estas se dieron a comienzos del año 2007 en los Estados Unidos, pero un año después fue una situación que termino contagiando otras regiones. Es así como el año 2008 deja de ser un periodo como cualquier otro y se convierte en un punto de referencia para la historia.

Es por esto que en los últimos años y con mayor frecuencia se ha tenido que hacer frente a momentos difíciles, por lo que el colapso que sufrió el sistema financiero en el año 2008, fue un hecho que además de tomar por sorpresa a la mayor parte del mundo, cambio el paradigma en el campo de las finanzas. Siendo un motivo para que los gobiernos reforzarán sus esfuerzos para restablecer el orden y estabilidad dentro de sus economías, ya que para ese momento la credibilidad y la solidez que tenía el sistema ya no era una garantía para las personas, inversores, entidades financieras y demás participantes del mercado monetario, por lo que los volúmenes de negociaciones transados disminuyeron y se hizo difícil poder reactivarlos; hablar de riesgo era un tema que todas las personas querían evitar o de alguna manera disminuir, situación que llevo a que la mayoría de los sectores de la economía se detuvieran; si bien la falta de confianza fue una de las principales causas de la caída de los volúmenes transados, esto no quería decir que dejó de existir la necesidad de financiación y de inversiones, por el contrario era cuando más se necesitaban. Por este motivo y en la búsqueda de cumplir con esas necesidades en esos tiempos difíciles, es que se hace necesario poner en marcha diferentes planes que en su momento consistieron en adoptar políticas monetarias no convencionales, con las cuales pudieran tener un impacto inmediato y positivo sobre los mercados monetarios, especialmente con los volúmenes que se negociaban y los tipos de interés. Dentro de las políticas monetarias reactivadoras que proporcionaron la liquidez que se requería en el sistema bancario, fueron las operaciones REPO, siendo este el instrumento que contribuyo a restablecer la confianza y volúmenes transados dentro del mercado, este instrumento en un principio se utilizó a corto plazo, pero los resultados esperados cumplieron de manera positiva que alcanzaron vencimientos más largos.

Es importante aclarar que el mercado de los REPOS también se vio afectado al igual que otros, según el artículo publicado en el boletín mensual del BCE¹ el descenso total de los volúmenes de negociación durante el segundo trimestre de 2007 y 2009 fue del 16% en el mercado de REPOS y un 31% del mercado interbancario sin garantías, por suerte esta situación no duro por mucho tiempo para este sector.

Como se mencionó anteriormente han sido varios países en el mundo los que han utilizado los REPOS como parte de su política monetaria y que han tenido cambios significativos en sus mercados como es el caso de países que integran la Eurozona, Estados Unidos y algunos de Latinoamérica con el fin de reactivar sus economías. Pero también hay un caso muy particular en la región, como en Colombia, donde la situación parecía diferente a la que estaba viviendo el resto del mundo, mientras los medios de comunicación informaban la crisis desatada por los créditos suprimidos, en el interior de este se hablaban de los problemas financieros y las consecuencias que podría traer a la economía la decisión inesperada por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia de intervenir a una de las más grandes comisionistas de bolsa del país, InterBolsa. Una empresa que utilizó de manera inadecuada esta herramienta como son los REPOS y que generó una gran preocupación en el país.

A partir de esto surge el interés de conocer en profundidad cómo funciona esta herramienta, por lo que es necesario acudir a diferentes fuentes bibliográficas que permitan definir el concepto de REPO, marco histórico, las partes que intervienen, el proceso de liquidación, las clases de REPOS existentes, cómo funcionan las garantías y tipos de riesgos que pueden tener estas operaciones; una vez abordado de forma general el tema se busca entender los motivos que pudieron dar inicio a este hecho en Colombia, por lo que es necesario buscar información, trabajos y autores que hablen del tema, inicialmente por datos recolectados por internet y luego en fuentes bibliográficas.

Por último y para hacer más interesante el tema de trabajo se busca conocer como funciona el mercado de REPO en un país donde la economía es muy particular, como lo es la Argentina y determinar si una situación como la que se presentó en Colombia se puede dar en este país.

¹ BCE. Banco Central Europeo

3. DESARROLLO DEL TRABAJO

3.1. ¿Qué son las operaciones REPO?

3.1.1. Definición

Los REPOS son una herramienta que se utilizan para obtener financiamiento a corto plazo, es un mecanismo con el cual alguien con un exceso de dinero en cartera, busca una inversión segura donde poner su dinero ofreciéndolo a cambio de un interés; por otro lado, hay alguien que busca obtener liquidez a corto plazo esperando encontrar a alguien dispuesto a prestarlo, cuando esto ocurre y para concretar la operación es necesario la firma de un contrato en el cual además de acordar el monto, plazo e interés, también se acuerda la consignación de una garantía la cual está conformada por una cantidad de títulos equivalente al importe solicitado, de esa manera la persona que entrega el dinero se asegura que en caso de incumplimiento tiene en consignación dichos documentos los cuales puede decidir mantener o vender y así recuperar el efectivo entregado en la operación; también es importante resaltar que la persona que entrega los títulos solo lo hace para cumplir con la garantía pero no tiene ningún interés de desprenderse de forma permanente de dichos títulos, por lo que espera tenerlos de nuevo una vez regrese el préstamo más el interés. La particularidad de los REPOS es que las partes están obligadas por un lado a recomprar los títulos que se entregaron en consignación mediante una venta inicial y la otra a venderlos en la fecha pactada. Martínez (2002) define los Repos de la siguiente manera:

Son contratos mediante los cuales se realizan operaciones de compraventa de valores, en las cuales el comprador se obliga a revender y el vendedor a recomprar en el plazo y en las condiciones previamente estipuladas. Es decir son operaciones de venta con pacto de recompra. (p.13)

Otros autores desde un punto de vista jurídico hablan que se trata de un contrato comercial, que como cualquier otro tiene un objeto, partes, plazos, obligaciones y garantías. En el caso de los REPOS el objeto es obtener financiamiento o inversión; las partes, una quien busca invertir, por lo que hace entrega de una suma de dinero y a cambio recibe unos títulos y por otro lado esta quien necesita liquidez, por lo que obtiene una suma de dinero y a cambio hace entrega de unos títulos, se entiende y se resume como una operación de crédito pero con la participación de títulos valores; los plazos, generalmente son a corto plazo desde un (1) día hasta el término de un (1) año teniendo por supuesto una fecha de inicio y vencimiento; obligaciones, estas se acuerdan y deben cumplir ambas partes y por ultimo las garantías, siendo estas las que pueden marcar la diferencia frente a otro tipo de contrato comercial, por ejemplo aquí no se solicita la constitución de pólizas frente a una aseguradora, o se deja algún bien hipotecado, o se firma un pagare o se solicita un codeudor o fiador quien respalde la operación, aquí la única garantía es la entrega de unos títulos valores con una calificación y aceptación en el mercado.

En Colombia, las operaciones de REPO, se encuentra definida en el Artículo 2.36.3.1.1 del Artículo 1 del Decreto 4432 de 2006. Las operaciones de reporto o repo son aquellas en las que una parte, transfiere la propiedad a la otra sobre valores a cambio del pago de una suma de dinero y en las que el Adquirente al mismo tiempo se compromete a transferir al Enajenante valores de la misma especie y características a cambio del pago de una suma de dinero en la misma fecha o en una fecha posterior previamente acordada.

3.1.2. Marco Histórico

El mercado de REPOS existe desde la primera mitad del siglo XX, inicialmente fue introducido por la Reserva Federal de los Estados Unidos en el año de 1918 como la principal herramienta que utilizó la FED² para operar en mercados abiertos e inyectar liquidez al sistema bancario; posteriormente para el año de 1953 los REPOS empezaron a ser usados por el banco de Canadá y luego esta herramienta se extendió a otros mercados del mundo y poco a poco se fueron popularizando dentro de los países que integraban el G-10³, el desarrollo dentro de estos países miembros se dio de la siguiente manera: En 1973 Alemania, 1976 Países Bajos, 1979 Italia, 1988 Francia, 1991 Bélgica, 1994 Suecia, 1997 Reino Unido y Japón y 1998 Suiza. Se considera que en el mercado de Londres empezaron a funcionar alrededor del año 1986 luego que el distrito financiero de Londres, fue desregulado y se revolucionó introduciendo las transacciones electrónicas. En la mayoría de los casos las autoridades monetarias promovieron su utilización como instrumento de política monetaria y como medio para incrementar la profundidad, liquidez y eficiencia de los mercados. Por lo que tanto bancos, intermediarios financieros, fondos de inversión, compañías de seguro, empresas no financieras y personas físicas utilizan estas operaciones para financiarse en corto plazo, generar apalancamiento, como inversión de excedentes de caja, obtener rendimiento y obtener ganancias a través de inversiones en corto.

Esta operación también se conocen como reporto (México), report (Francia y algunas partes de Alemania), Repurchase Agreement o Sale and Repurchase Agreement⁴ (Estados Unidos, Londres), Reporgeschaft (Alemania), cesiones temporales de activos y pases (Argentina), dependiendo del país y si bien todos significan lo mismo, tienen algunas particularidades en la forma de negociación o de contratación, por ejemplo: En el derecho italiano, alemán, argentino y mexicano esta operación consiste en una compraventa diferida de papeles bursátiles, en la que el comprador o vendedor obtienen una ganancia por la fluctuación de los precios del mercado; en Estados Unidos consiste en colocar transitoriamente dinero, garantizado con títulos por valores superiores a la negociación, sin incluir en la contabilidad la compra o venta, sino relacionando el compromiso de la negociación; y países del Caribe y en Europa la operación se presenta como una compraventa inicial, unida a un compromiso de retroventa posterior, en la que

² FED Sistema de la Reserva federal, también conocida como Reserva Federal de los Estados Unidos.

³ G-10 grupo de países que accedieron participar en el Acuerdo General de Préstamos (GAB). El GAB fue establecido en 1962, cuando los gobiernos de ocho países miembros del Fondo Monetario Internacional (FMI) —Bélgica, Canadá, Francia, Italia, Japón, los Países Bajos, el Reino Unido y los Estados Unidos— y los bancos centrales de otros dos, Alemania y Suecia, accedieron a aportar más recursos para aumentar la cantidad de dinero disponible para los préstamos del FMI.

⁴ *Repurchase Agreement o Sale and Repurchase Agreement* Acuerdo de recompra o Acuerdo de venta y recompra.

cada una de las partes que intervienen toman posición contraria y fijan un precio en la negociación, lo que equivale a la utilidad de quien entrega el dinero o cambio de los títulos.

3.1.3. Partes que intervienen

Al igual que cualquier contrato existen unas partes intervinientes, por lo que en este acuerdo generalmente se hace entre dos partes, pero puede llegar a intervenir una tercera; inicialmente esta la compañía o persona natural que posee títulos valores y está en busca de dinero, y por otro lado la parte que posee el efectivo y busca una inversión en corto y segura donde poner el dinero excedente; en los casos donde puede haber una tercera es donde la operación se hace con un intermediario que en este caso intervine como un elemento neutro que simplemente custodia los títulos y se encarga de velar porque las partes cumplan con sus obligaciones durante y al vencimiento del contrato.

Cada una de las partes recibe un nombre pero este puede tener unos sinónimos como sucede con la palabra REPO. En este caso el vendedor, también se conoce como enajenante o prestatario y es justamente quien busca liquidez, por otro lado está el comprador, adquirente o prestamista siendo el que la proporciona el efectivo. En los casos de intervención, se conoce como conductor, corredor o intermediario.

Obligaciones del comprador, adquirente o prestamista:

- a. Pagar el precio de los títulos recibidos en la operación REPO según lo acordado, por lo que se concretara una vez este haga entrega de los títulos, ya sea al comprador o al intermediario según sea el caso.
- b. Deberá conservar los títulos y devolverlos al vendedor inicial una vez se cumpla el plazo del contrato, hay casos donde se acuerda entregar los mismos títulos o también se puede acordar regresar títulos similares que sean equivalentes a la operación.
- c. Retrasmitir los títulos, por la misma naturaleza del contrato de recompra y por la finalidad de un crédito.
- d. Este no puede devolver los títulos disminuidos en su valor,
- e. En el caso de establecer en el contrato la forma de actuar cuando en la vigencia del contrato los títulos generan intereses, solo en el caso de acordar que lo puede percibir la persona que lo tiene en su poder, solo en ese caso podrá cobrar los intereses o recibir su valor si se redimen antes de su vencimiento.

Obligaciones del vendedor, enajenante o prestatario.

- a. Readquirir los títulos entregados en la operación REPO; es decir, recomprar los títulos objetos de la negociación.
- b. Cumplir con la restitución del dinero y valor agregado o interés acordado por esta operación.

- c. Pagar los gastos que implique el contrato, bien sea al inicio o a la terminación, según lo acordado previamente.

3.1.4. Procedimiento para realizar una operación REPO

Las operaciones REPO desde el momento de la suscripción hasta su cancelación se realiza mediante dos fases u operaciones.

La primera fase es la de liquidez u operación inicial, la cual consiste en que el enajenante buscando liquidez, transfiere la propiedad de títulos valores al adquirente a cambio de efectivo, básicamente tiene las características de un préstamo, ya que las personas que tienen el efectivo lo prestan a una tasa de interés y por un determinado plazo. El mercado de valores para asegurar el cumplimiento de las partes, exige al enajenante unas garantías por lo tanto este se compromete a entregar títulos de la misma especie y características al adquirente de tal forma que el prestamista se cubra.

La segunda fase es la recompra y final, consiste básicamente en una operación de regreso, donde el enajenante debe comprar los títulos que inicialmente entrego como garantía y a su vez pagar los intereses acordados por el préstamo temporal de dinero.

En el caso de instituciones financieras los REPOS han sido un mecanismo para manejar sus excesos o falta de dinero mediante operaciones activas y pasivas, las cuales funcionan de la siguiente manera:

REPO Activo

Funciona como un contrato donde se entrega en calidad de préstamo a una entidad una suma de dinero con el fin de subsanar problemas de iliquidez. En este caso es un activo para quien presta el dinero y funciona como una inversión, por lo que debe clasificar la operación dentro de sus activos.

REPO Pasivo

Es una operación en la cual se acude a una entidad para solicitar un préstamo, para concretar la operación y que la entidad entregue el dinero requerido es necesario entregar a la entidad unos títulos valores por un determinado tiempo. Es un pasivo para quien contrae la obligación es decir quien está buscando liquidez y por ende es una operación por pagar.

3.1.5. Generalidades

La rentabilidad de las operaciones REPO se obtiene por la diferencia entre el precio de venta y el de compra por el título valor, aunque en el mercado internacional la modalidad es diferente porque el precio de compra y el de venta son iguales, pero se establecen comisiones por las operaciones equivalentes a la tasa de interés pactada. El auge de estas operaciones se explica por la tendencia creciente de la inflación y las fluctuaciones de las tasas de interés al igual que los excedentes de dinero que manejan las empresas. En el caso de las instituciones financieras, estas cuentan con dos

mecanismos para manejar sus excesos o falta de dinero por medio de las operaciones REPO y el crédito interbancario.

Las operaciones REPO surgen porque las empresas con excedentes de liquides temporales no los dejan en la cuentas corrientes ya que no compensan la pérdida del poder adquisitivo de la moneda ni generan rentabilidad alguna. En el caso de los bancos e intermediario financieros utilizan REPOS para financiar inventarios, cubrir posiciones cortas, generar apalancamiento y cubrirse o especular sobre fluctuaciones de las tasas de interés. Inversionistas como fondos de pensiones, compañías de seguros y sociedades no financieras utilizan estos mercados para invertir sus excedentes de caja y obtener rendimientos adicionales en sus carteras o captar efectivo para una próxima inversión.

Los REPOS se realizan directamente entre instituciones financieras y empresas, entre empresas o a través de intermediarios que realizan el enlace entre las partes directamente interesadas, con corredores de bolsa o con las mesas de dinero.

Dentro de las características que coinciden este tipo de operación más allá de alguna regulación particular que pueda surgir en el país que se apliquen estas operaciones son las siguientes: Duración, partes implicadas, tipo de productos y formatos dando lugar a una variedad de REPOS.

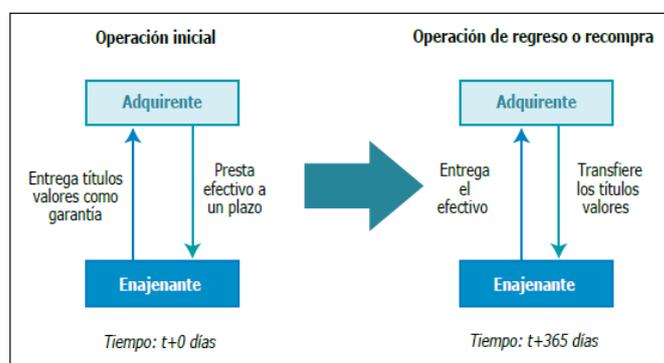
Duración. La duración de un contrato de REPO puede ser desde un día a varios meses, dependen en gran medida de la propia entidad financiera.

Lateralidad: Los REPOS pueden ser bilaterales o trilaterales. En los repos bilaterales el banco o entidad financiera que ofrece el repo es el custodio del mismo, mientras que en los trilaterales una tercera parte neutral custodia el repo.

Tipos de productos: REPOS con otros activos, en estos repos se realiza el contrato de recompra pero en vez de realizarse con títulos de deuda fija se realiza con otros activos, hipotecas u otro tipo de obligaciones como préstamos.

Formato: Repo inverso, aunque se trata de un contrato de repo desde el punto de vista del inversor, en la misma operación una de las partes la llamará repo y la otra parte la llamará repo inverso.

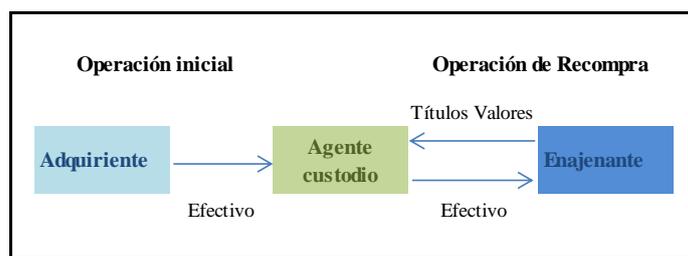
Cuadro N° I: Esquema de contrato bilateral



Fuente: Elaboración ANIF⁵

⁵ ANIF Asociación Nacional de Instituciones Financieras

Cuadro N° II: Esquema de contrato tripartita



Fuente: Elaboración propia

3.1.6. Garantías

Las garantías como se mencionó anteriormente, es uno de los elementos que marca la diferencia frente a otros contratos, pero estas también tienen particularidades, generalmente esto está determinado por la regulación que adapta cada país según el fin y alcance que le quieren dar a este instrumento; por lo que se puede observar que hay casos donde los títulos que se entregan son inmovilizados por un administrador, por esta razón el enajenante no puede disponer de ellos para negociarlos en el mercado secundario durante la vigencia de la operación, caso contrario la legislación permite que los títulos que son entregados puedan ser negociados siempre y cuando tenga la seguridad que al vencimiento del contrato contara con ellos para restituirlos nuevamente; también puede suceder que los títulos transferidos pueden o no ser contabilizados por quien los adquiere de forma transitoria y algo muy importante es que no todos los títulos pueden ser objeto de garantía, mínimamente deben poseer una buena calificación además de no tener una alta volatilidad, para esto se han creado listas de los instrumentos que pueden ser utilizados como garantía en los REPOS, esta exigencia responde al hecho que usar títulos concretos demuestran lo confiable que resultan ser este tipo de operaciones, si esto no fuera así un título con una mala calificación o elevada volatilidad genera diferencia para cualquiera de las partes ya sea porque puede tener una repentina caída de su precio o un alza significativa por lo que pone en riesgo que la etapa final de la operación no se pueda concretar.

Sin embargo con todas las medidas que se toman al momento de evaluar un título con el fin de determinar si puede o no ser admitido como garantía, esto no garantiza que su precio no cambie, ya que existen diversos factores que repercuten en el valor diario de un título; cuando estos cambios ocurren en el valor de la garantía, estas se pueden cambiar o ser ajustadas durante la vida del REPO, siempre y cuando este dentro del contrato. Para ajustar las variaciones en el precio de los títulos se utilizan márgenes de variación, por lo que se ajustan a precios de mercado generalmente de forma diaria, si el valor de los títulos disminuye, el prestatario debe aportar activos adicionales y si el valor aumenta se devuelven activos.

En mercados Europeos las garantías se clasifican en especiales y genéricas por lo que un REPO con garantías especiales están relacionadas con un activo concreto, es decir que tiene un código ISIN⁶ específico, en cambio las garantías genéricas está dado por una

⁶ El código ISIN (International Securities Identification Number) está desarrollado en el estándar internacional ISO 6166 y se utiliza para la identificación de valores mobiliarios. Es un código que

lista de códigos ISIN en la que pueden haber tanto acciones, bonos públicos y/o privados y letras emitidas por los bancos centrales. Mientras que Estados Unidos se permitía usar bonos con poca liquidez por lo que utilizar deuda pública y otros activos muy liquidez no podían usarse en el mercado de REPOS hasta que se dieron las turbulencias del año 2008 a partir de ese hecho fue necesario cambiar y reactivar el mercado usando títulos más seguros, por lo que la Reserva Federal introdujo un mecanismo de préstamo a plazo de valores permitiendo cambiar valores menor líquidos por deuda pública. En Argentina también hay un listado de títulos públicos elegibles para estas operaciones.

En Colombia el tema de las garantías en los últimos años han sufrido cambios los cuales se expondrán más adelante con detalle, pero en su momento de cuero al Artículo 2.36.4.1.1 (Artículo 23 del Decreto 343 de 2007) Garantías, era permitido que los recursos de los fondos administrados por las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías, aquellos correspondientes a los fondos administrados por las sociedades fiduciarias, sociedades comisionistas de bolsa, sociedades administradoras de fondos de inversión y los de las reservas técnicas de las compañías de seguros podrán ser utilizados para otorgar garantías que respalden las operaciones de REPO.

3.1.7. Riesgos de las operaciones Repo

Al igual que otros mercados financieros, los repos están expuestos al riesgo de crédito, relacionado con la capacidad patrimonial que tienen las partes a la hora de responder por cada una de las obligaciones contraídas; riesgo de mercado, está relacionado a las variaciones en el precio de los títulos utilizados como garantía y riesgo de liquidez, este se presenta cuando los títulos no puedan ser vendidos fácilmente, generando no solo cambios en el precio esperado de mercado sino también bajos volúmenes transados. Estos riesgos se minimizan, aunque sin desaparecer del todo mediante un conjunto de herramientas que permiten gestionar el riesgo como lo es el uso de garantías y de depósitos en garantía, la valorización diaria de garantías a precios del mercado y establecer los límites permitidos como activos financieros. Al ser operaciones a corto plazo requieren de un control y seguimiento diario, permitiendo así responder y tomar decisiones rápidas a cambios bruscos que puedan afectar la cancelación de la operación.

- a. **Riego 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; este riesgo se minimiza con aportar activos financieros como garantías, en la mayoría de los casos las garantías pertenecen legalmente al proveedor de efectivo, el cual puede venderlas en casos que el prestamista de los activos financieros incumpla su obligación de reembolsar el préstamo.

Artículo 2.36.3.1.8 (Artículo 8 del Decreto 4432 de 2006). Incumplimiento.

identifica unívocamente un valor mobiliario a nivel internacional y tiene una gran acogida en todos los mercados financieros del mundo, que lo han incorporado a sus procesos de liquidación y custodia.

En el caso que se presente incumplimiento se debe tener en cuenta el reglamento de la bolsa de valores o de los sistemas de negociación de valores ya que son ellos los que establecen el procedimiento a seguir en estos casos y la forma de aplicar las garantías constituidas.

- b. **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, esto puede generar desvalorizaciones importantes en los títulos durante el plazo de la operación y dificultar su cumplimiento. Una depreciación de los activos financieros aportados en garantía puede provocar que la operación no quede suficientemente garantizada; para evitar estos riesgos, las operaciones repo incluyen un depósito en garantía inicial de forma que la cantidad de dinero aportada se ajusta para asegurar un exceso de garantías normalmente a favor del proveedor de efectivo. Cada mañana las garantías se valoran a precios del mercado y el depósito se actualiza en función del precio de cierre de la noche anterior.
- c. **Riesgo de liquidez:** Frente al posible incumplimiento de una operación, existe el riesgo de que los títulos no puedan ser vendidos fácilmente y/o al precio esperado de mercado, con frecuencia ocurre en los títulos que exhiben bajos volúmenes transados.

Si bien estos son los más comunes también en estas operaciones se reconocen otros dos el riesgo: como el riesgo del emisor y riesgo de reacción.

- d. **Riesgo del Emisor.** Cuando el emisor de los valores sufra quebranto financiero y el vendedor en la operación de reporto no quisiera recomprar los títulos de crédito, el comprador quedaría con prioridad baja sobre la propiedad de la empresa. Si el papel que se negoció en la operación de préstamo consiste de acciones y el vendedor quiebra financieramente, los compradores podrán reclamar posesión pero solo después de los acreedores directos. Este riesgo se le conoce como riesgo del emisor. Naturalmente que este riesgo disminuye de forma importante si el papel que se negocia es gubernamental.
- e. **Riesgo de reacción y legal:** Ocurre cuando el custodio en operaciones de préstamo de valores se tarda en vender o recomprar los títulos prestados y estos sufren fluctuaciones significativas, generando diferencias a las partes de la operación.

En las operaciones REPO, si en la fecha de vencimiento se presenta un incumplimiento por parte del enajenante o del adquirente y existe alguna diferencia por un lado, el monto final pactado en la operación, y del otro lado el precio de mercado de los valores en la fecha del incumplimiento más las amortizaciones, rendimientos o dividendos sobre los cuales el adquirente tuviera la obligación de transferencia, la parte para la cual dicha diferencia constituya un saldo a favor tendrá derecho a que la misma le sea pagada en un plazo acordado pero generalmente no mayor a cinco (5) días hábiles contados a partir de la fecha del incumplimiento, mediante la entrega de dinero, todo cabe aclarar que debe estar pactado previamente, dentro de las condiciones del contrato al igual que podrá acordarse que la diferencia sea pagada mediante la entrega de valores.

3.2. Cómo funcionan los REPOS

En los Repos existe compromiso de recompra por parte de quien inicia la operación vendiendo:

Vende τ	Compr τ	Vencimiento τ
Compra E1	Vende E2	100%

La fórmula a utilizar es:

$$E_2 = E_1 \left(1 + i \frac{N}{365} \right)$$

Dónde:

E1: Precio de la primera compraventa

E2: Precio de la segunda compraventa

N: Duración del repo en días

i: Tasa de interés

360: Días del año natural

Ejemplo 1: Se pacta una venta con pacto de recompra a los 45 días, de una letra por un importe de pesos \$300.000 a una tasa de interés de 3,5%. Por lo que se obtiene que su valor de recompra es:

$$E_2 = \$300.000 (1 + 0,035 \times 45 / 365) = \$301.294,52$$

Ejemplo 2: La empresa financiera A presentó una necesidad de liquidez y de acuerdo a su flujo de caja, simplemente requiere cubrirse por solo 3 días. Por este motivo se contacta con la Fiduciaria B y le solicitó unos recursos por un plazo de 3 días. Para esta operación la empresa A le entregó un bono cuyo valor nominal es de pesos \$300.000.000, a un plazo de 8 años, con una tasa de interés del mercado con intereses pagaderos de forma trimestral vencida.

La fiduciaria B decidió recibir el título que le ofrecía la empresa A, ya que este no le generaba riesgo por su emisión, y es así como a cambio le entrega pesos \$180.000.000, con la condición que el título se lo debería revender a una TNA Vencida de cesión de 22%.

Características del Título:

Vendedor: Financiera A

Comprador: Fiduciaria B

Clase del título: Bono

Valor nominal en pesos: \$ 300.000.000

Fecha de emisión: 6/09/2012

Plazo: 8 años

Tasa de interés: Tasa de referencia del mercado

Forma de Pago: Trimestre vencido

Términos de la negociación:

Fecha de negociación: 15/02/2013

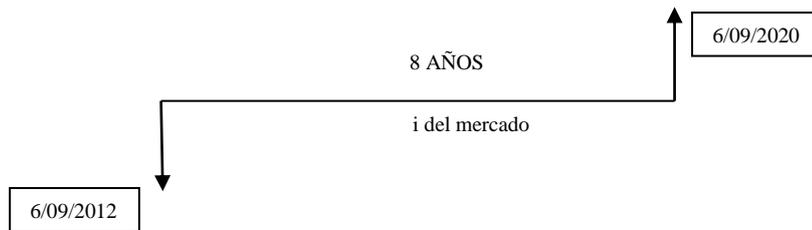
Fecha de vencimiento: 18/02/2013

Plazo: 3 días

Tasa de interés: TNA Vencida 22%

Garantía exigida por el comprador: 60% sobre el valor nominal del título

Desembolso de pesos: \$180.000.000



Se requiere conocer: ¿cuanto es el valor de recompra del bono y el costo del Repo?

Desarrollo:

$$1+i = (1+j/n)^n$$

$$1+i = (1+0,22(3/365))^{365/3}$$

$$1+i = (1,001808219)^{365/3}$$

$$1+i = (1,24582920)$$

$$i = (1,24582920 - 1)$$

$$i = 0,24582920$$

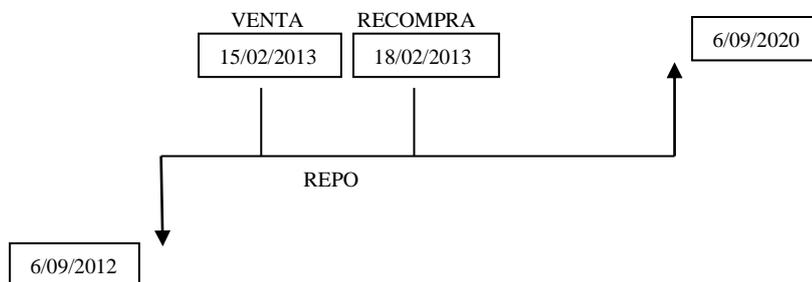
$$TEA_V = 24,58\%$$

$$TED_V = (1+i)^n - 1$$

$$TED_V = (1+0,24582920)^{(1/365)} - 1$$

$$TED_V = 0,000602376$$

$$TED_V = 0,0602376\%$$



Datos:

$$E_1 = \$180.000.000$$

$$N = 3 \text{ días}$$

$$i = 0,0602376\%$$

$$E_2 = ?$$

Aplicación de la fórmula:

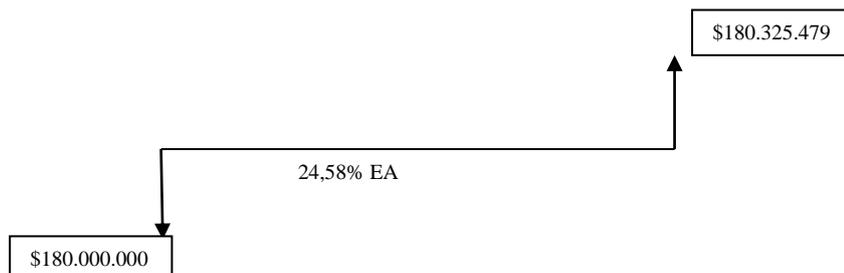
$$E_2 = \$180.000.000 (1 + 0,000602376)^3$$

$$E_2 = \$180.325.479 \text{ Valor de recompra del Bono (Valor de la segunda compraventa)}$$

$$I = VF - VA$$

$$I = \$180.325.479 - \$180.000.000$$

$$I = \$325.479$$



La financiera A vendió el bono el 15/02/2013 a un valor de pesos \$180.000.000 y recompro el mismo el 18/02/2013 por \$180.325.479

El 18/02/2013 según los datos publicados por el banco central, la tasa de referencia para ese día es de TNA 22,10% Trimestre anticipado. ¿Comparativamente que rentabilidad le generó esta operación a la empresa A?

$$\text{Tasa de referencia} = 22,10\%$$

$$\text{TE Trimestral Anticipada} = 0,2210 / (365/90)$$

$$\text{TE Trimestral Anticipada} = 0,05449315$$

$$iv = ia / 1 - ia$$

$$iv = 0,05449315 / 1 - 0,05449315$$

$$iv = 0,05763379 \text{ TE Trimestral Vencida}$$

Dónde:

ia: tasa de interés anticipada

iv: tasa de interés vencida

$$i = (1 + 0,05763379)^{(365/90)} - 1 = 0,25514306 \text{ TEA}$$

$$\text{TED}_v = (1 + i)^n - 1$$

$$\text{TED}_v = (1 + 0,25514306)^{(1/365)} - 1$$

$$\text{TED}_v = 0,000622795$$

$$\text{TED}_v = 0,0622795\%$$

$$E_2 = \$180.000.000 (1 + 0,000622795)^3$$

$$E_2 = \$180.336.519$$

$$\begin{aligned}\text{Rentabilidad} &= \text{Valorización del Bono} - \text{Costo de la Recompra} \\ &= \$180.336.519 - \$180.325.479 \\ &= \$11.040\end{aligned}$$

Desde el punto de vista de la empresa A, se observa que esta empresa pudo cubrir su problema de liquidez de manera rápida a través del instrumento financiero como es el Repo, sin tener que acudir a herramientas de financiamiento tradicionales que suelen tardar más en obtener una aprobación.

En las condiciones pactadas de la negociación, la empresa A tuvo que vender un título por un valor de pesos \$180.000.000 y recomprarlo a pesos \$180.325.479, al comparar la rentabilidad, se obtiene que de haber mantenido el bono y se tomara la tasa de referencia de mercado del día de la recompra, el valor obtenido como resultado de esa operación sería de pesos \$180.336.519. Por lo que se puede observar que tomar la decisión de financiarse a través del Repo, lo llevo a dejar percibir un importe de peso \$11.040 en concepto de intereses que le hubiera generado el bono.

La empresa A consigue de manera rápida un financiador, sin tener desprenderse del título de manera definitiva, ya que una vez finalizado el plazo de la negociación, la empresa A cumplió con el pago del dinero pactado y la empresa B restituyo el título, ya que este solo fue solicitado de manera temporal como garantía de la operación.

La no intervención de corredores hizo que la operación Repo generara una mayor rentabilidad por el no pago de comisiones en ninguno de las dos etapas de la operación como fue la compra y la venta.

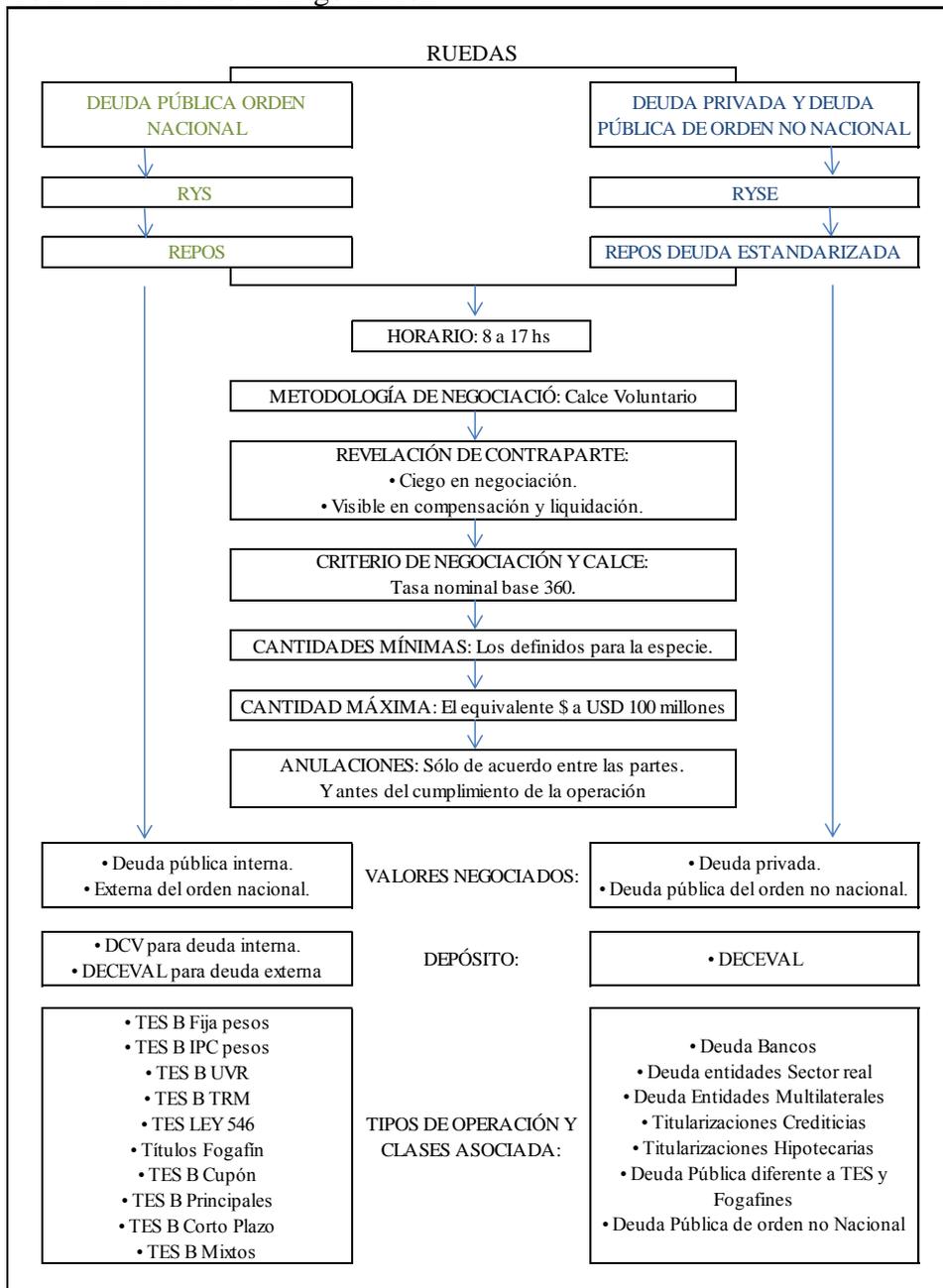
Desde el punto de vista de Fiduciaria B, el resultado de la operación es positivo, teniendo en cuenta que tenía dinero inmovilizado el cual no lo requería en un periodo de tiempo inmediato y del cual no estaba generando ninguna rentabilidad, por este motivo la operación Repo, le genero una rentabilidad del 24,58% EA, en tan solo 3 días y con un riesgo bajo.

La garantía exigida por Fiduciaria B, fue del 60% lo que fue suficiente para cubrir el posible riesgo de insolvencia por parte de la empresa A.

3.2.1. Como funciona los REPOS en Colombia

En Colombia existen diez ruedas o ambientes de negociación dentro del Mercado electrónico colombiano y la Bolsa de Valores de Colombia, donde dos ruedas de negociación son para este tipo de operaciones, una es la rueda RYS que se desprende de las ruedas de deuda pública de orden nacional y la otra RYSE de deuda privada y deuda pública de orden no nacional.

Cuadro N° III: Ruedas de negociación



Fuente: Elaboración propia, sobre la base del Manual de negociación de la Bolsa de Valores de Colombia

Como se puede observar en el cuadro, son pocas las diferencias entre las dos ruedas, encontrando distinciones particulares solo en los casos de valores negociados, depósitos y tipos de operaciones y clases asociadas, pero en general comparten características más allá del ambiente de negociación.

3.3. Breve reseña de InterBolsa

Una sociedad comisionista de bolsa se encarga de intermediar entre el inversor y la bolsa de valores, actúan como intermediarios para que los inversores puedan acceder al mercado de valores, donde pueden encontrar distintos productos financieros, como los Títulos de Tesorería: TES, acciones, ETF⁷, derivados etc. Así mismo, las firmas comisionistas están facultadas para constituir y administrar cualquier clase de fondo de valores, operaciones de corretaje de títulos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y la administración de valores.

InterBolsa tiene su origen en la ciudad de Medellín Colombia en el año de 1990, cuando recibe la autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores⁸ para ingresar al mercado bursátil con el fin de poder desarrollar actividades de compra y venta de valores y para actuar en el mercado como comisionista de bolsa, que para el año de 1992 debió pasar a ser InterBolsa Sociedad Anónima por un cambio en la legislación. La historia de esta empresa inicia como normalmente lo hacen la mayoría de estas, en sus primeros años no se destacó por su comportamiento o volúmenes negociados, razones suficientes para que los directores tomarán una decisión de llevar a la empresa a un lugar en el cual pudiera tener más oportunidades de crecimiento, decisión que en su momento se podía considerar como arriesgada y ambiciosa, pero sin importar estas cosas en el año de 1995 se inauguró una sucursal en Bogotá, considerada hasta la fecha como el cetro financiero del país.

Como era de esperarse decisión tomada no significaba una solución inmediata o precisa, en principio hay una lenta respuesta a las acciones tomadas, por lo que trae consigo nuevamente cambios, y es así como a finales del año de 1997 la mitad de InterBolsa SA fue comprada por una persona llamada Juan Carlos Ortiz, un economista con habilidades como corredor de bolsa, habilidades que le permitió llevar a la compañía a que se especializara en operaciones conocidas como la posición propia⁹ en el mercado de valores y en la negociación de títulos de deuda pública; fue gracias a estas actividades y la especialización en las mismas, lo que les permite identificar las principales líneas de negocio de la firma, dentro de ellas estaban las negociaciones de deuda pública interna, banca privada, fondos de valores y banca de inversión; dichas actividades le permitieron obtener grandes ganancias y a su vez dejar de estar en la parte final de la tabla donde se medían las firmas comisionistas según sus ingresos.

Los años siguientes la compañía trato de irse reinventando y ganando más terreno dentro del campo financiero de la misma forma que lo venía haciendo el mercado colombiano, como fue la creación de la Bolsa de Valores de Colombia como resultado de la consolidación de la bolsa de valores de Bogotá, Medellín y de Occidente.

Se considera que negociando títulos de deuda pública y apostar en el mercado de valores con los recursos de la compañía fue una de las actividades con las cuales pudieron obtener las mayores utilidades a partir de las compras y ventas de títulos, justamente porque habían condiciones favorables para que esto se diera, como era la coyuntura en la que se encontraba el país, durante el periodo del 2004 al 2005 el gobierno se endeudó altamente, las tasas de interés comenzaron a caer y los TES se

⁷ ETF sus siglas Exchange-Trade Fund.

⁸ En 1991 pasó a llamarse Superintendencia de Valores.

⁹ La posición propia se define como la diferencia entre todos los derechos y obligaciones denominados en moneda extranjera registrados dentro y fuera de balance, realizados o contingentes, incluyendo aquellos que sean liquidables en moneda legal del país.

valorizaron, generando enormes ganancias a la firma. Se considera que estos años fueron los más importantes en los cuales se consolidó y se convirtió en la mayor comisionista del país. Luego el gobierno reglamentó la posición propia para limitarla, el endeudamiento público bajó y el negocio dejó de ser tan lucrativo, pero cuando esto sucedió la sociedad ya estaba en lo más alto de mercado.

Para finales del 2005 la Superintendencia de valores autorizó la suscripción y colocación de acciones en el mercado Colombiano de la comisionista con el “propósito de fortalecer patrimonialmente la firma, mejorar el índice de solvencia y mejorar el apalancamiento con el propósito de fortalecer el negocio de posición propia”¹⁰ y para el siguiente año el 2006 casi 15 años después de su creación, se materializa la alianza estratégica que tanto venían intentando realizar con otra comisionista antioqueña, la cual tenía 30 años de estar en el mercado dedicado al negocio de acciones, y con la cual ahora le permitieron incursionar en el negocio de los derivados financieros y afianzarse en el sector bursátil. Esta fusión no se dio de forma inmediata, por lo contrario, duro un par de años para que la Superintendencia Financiera diera la aprobación, revisando las implicaciones que tendría en el mercado, el tamaño de la firma y la posición dominante que tendría a partir del momento de darle autorización, siendo este el tema principal para someter continuas ocasiones a discusión; de igual manera conociendo los riesgos se permitió dicha fusión.

Pese al crecimiento y consolidación de la compañía y el aumento de sus ingresos en los años siguientes la Superintendencia de Valores le impuso la más alta sanción económica en la historia del mercado bursátil, por diferentes cargos dentro de los que se encontraban atrasos en los libros de comercio, desconocimiento de hechos en la contabilidad, operaciones por cuenta propia, destinos diferentes a los dineros de los clientes e indebida aplicación de fondos, entre otros; pero dentro de las más graves y por la que se dictaron sanciones a diferentes personas, fue el uso indebido de la información privilegiada e incumplimiento de las prohibiciones de negociar acciones en el mercado mientras se esté en calidad de administrador; pues se cree que habían personas dentro de la comisionista que sabían sobre la fusión, por lo que sabían que las acciones de InterBolsa luego de esa operación se valorizarían por lo que aprovecharon para comprar títulos cuando estos se encontraban a un bajo precio.

Claramente la compañía se encontraba consolidada y apuntando a un rápido crecimiento, pero el mismo se veía restringido por su figura legal como comisionista de bolsa, por este motivo deciden escindir¹¹ y separar las diferentes estructuras del negocio, creando firmas independientes para cada una de ellas; por un lado los negocios financieros, los propios de una comisionista de Bolsa y por otro las inversiones permanentes en filiales empresariales; debido a esta ampliación de sus líneas de negocio la compañía sufrió una serie de cambios en su razón social, por lo que nace InterBolsa S.A. Sociedad Comisionista de Bolsa, con el fin de especializarse en intermediación y administración de los recursos de terceros y por otro lado mantener la actual firma que en virtud de una reforma estatutaria se convirtió en una sociedad comercial con una razón social, por lo que en el año de 2008 se constituyó InterBolsa Holding S.A. y a

¹⁰ El Tiempo (2013). Revisado 11/07/2013. <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/MAM-1959788>

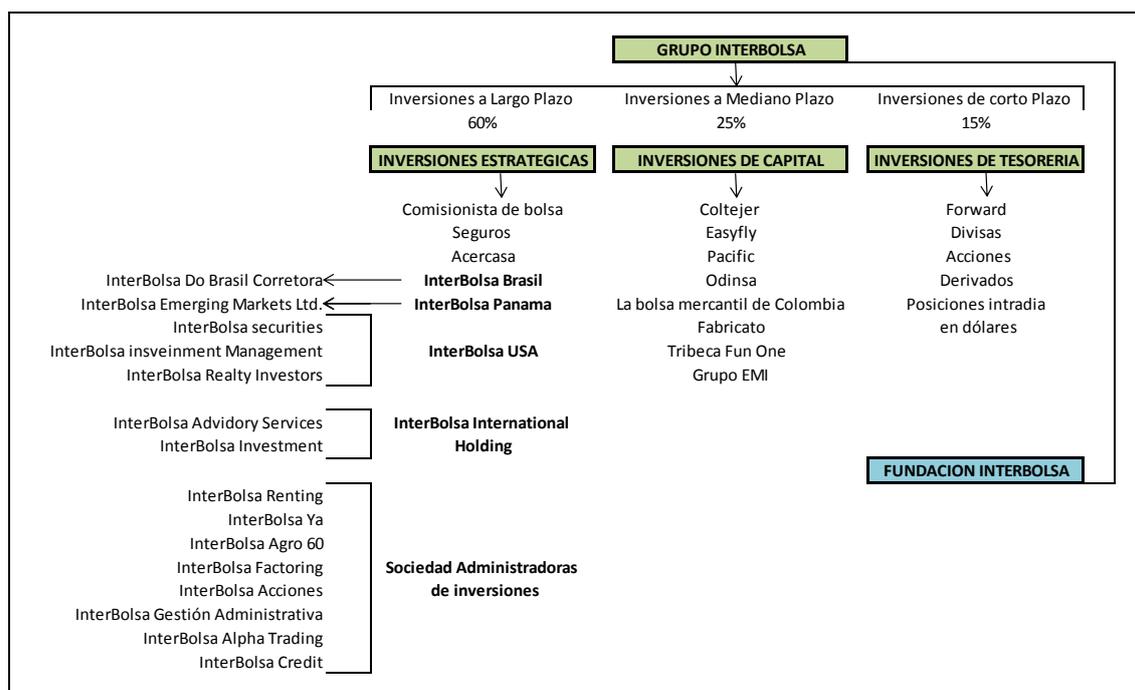
¹¹ Escisión es la operación mediante la cual se divide total o parcialmente el patrimonio de una empresa para transmitir, sin que proceda liquidación alguna, la parte o las partes resultantes a otras tantas empresas preexistentes o que se crean con este objeto. (Pérez-Fadón, p. 37)

partir de ese momento se hablaba del Grupo InterBolsa. Por lo que su carta de presentación desde ese momento aparecía en su página de internet como:

“El Grupo InterBolsa es un grupo empresarial, asesor integral y especialista en soluciones financieras en Colombia y en la Región”

El grupo InterBolsa se organizó bajo tres tipos de inversiones; la primera en las inversiones en servicios financieros, operaciones consideradas de largo plazo y se cree que parte del 60% era de los ingresos provenientes de siete compañías o filiales compuestas por cuatro empresas Comisionistas de Bolsa, dos Sociedades Administradoras de Inversión y una Agencia de Seguros, todas estas controladas por InterBolsa S.A.; segundo inversiones de mediano plazo en Private Equity¹² representando el 25% de los ingresos por participaciones minoritaria en Coltejer, Easyfly, Pacific, Odinsa, la bolsa mercantil de Colombia, Fabricato, Tribeca Fun One Grupo EMI y tercero inversiones a corto plazo en el Mercado de Capitales con el 15% de los ingresos.

Cuadro N° IV: Estructura y composición de negocios del InterBolsa



Fuente: Elaboración propia

Más allá de todos estos cambios y circunstancias por las que hasta el momento había pasado la empresa, y por las que se encontraba pasando la economía mundial con la crisis financiera, no fueron una limitante, al contrario fueron retos que la comisionista siempre estuvo dispuesta a afrontar, y fue así como en el 2009 se marcó una diferencia notable, frente a otras empresas del mismo rubro, pues hasta esa fecha no había ninguna otra corredora de bolsa del país que fuera protagonista en Wall Street en uno de los mercados de valores más importante del mundo como era la Bolsa de New York, donde empezó a cotizar bajo el símbolo de negociación de GXG (Global X InterBolsa). Este

¹² Private Equity en Español quiere decir capital privado.

producto era un fondo de inversiones que cotizaba en bolsa y que seguía un índice, aunque en el mundo existen más de 1.500 títulos de este tipo, este era el primero que tomaba como referencia los papeles que se movían en el mercado colombiano.

Con ese gran salto la empresa demostró gran dinamismo en el mercado local como internacional, por lo que para el siguiente año de hacer su apertura en los mercados de New York, introdujo una línea de negocios denominada Market Makers¹³ con el objetivo de tomar posiciones intradia tanto en dólares, divisas, acciones y derivados, estas respondían a las inversiones de tesorería de corto plazo; también para este mismo año adquirieron el control de Finabank en ese momento decimocuarta en la lista de las mayores comisionistas en la bolsa de Sao Paulo, adoptando el nombre de InterBolsa de Brasil. Posterior a esto en abril salió el reporte mensual donde indicaba que InterBolsa fue la comisionista que reporto mejores resultados y utilidades; InterBolsa Securities, sociedad constituida en la Florida y cuyo objeto era dar acceso al mercado de valores americano a inversionistas locales y latinoamericanos, obtuvo la licencia Dealer¹⁴; InterBolsa Investment Management, filial de InterBolsa en USA, recibió por parte de la SEC¹⁵ la licencia Registered Investment Adviser; La SEC autorizó el ADR¹⁶ nivel 1 para InterBolsa, bajo el símbolo ITBLY, siendo que cada ADR equivalía a 10 acciones ordinarias de la firma Bank of New York, además que el Nivel 1 era el más sencillo, este nivel no está listado en bolsa y deben negociarse sobre el mostrador; esta opción fue elegida buscando minimizar el costo de emisión y mantenimiento.

Para el año 2011 que entró en operación el Mercado Integrado Latinoamericano conocido por sus siglas como MILA, se podían comprar y vender acciones de las plazas bursátiles de Chile, Colombia y Perú, simplemente a través de un intermediario local, abriendo un mundo de oportunidades no solo para inversionistas e intermediarios, siendo un motivo para que la comisionista formalizara alianzas con esos países y continuara con la idea de expandir sus negocios. A esto también se suma la creación de InterBolsa Holdco Company a mediados del 2012 con el objetivo de emitir títulos estructurados de crédito con filial en Luxemburgo inscritos en la Bolsa de este país.

Para los años donde estaba en mayor internacionalización de la compañía se podía ver que el crecimiento de sus ingresos provenía no sólo de la diversificación de sus líneas de negocio sino también de las ganancias sustanciales producto de operaciones de compra y venta de valores. Sin embargo a finales de este mismo año, la Superintendencia de Valores interviene a la compañía por incumplimiento en el pago de una de sus obligaciones; dicha situación sentó precedentes ya que impactó de manera significativa en el mercado colombiano, llevando inclusive a un cambio en su

¹³ Market Makers Se traduce como creadores de mercado y son brokers en los que las operaciones de compra o venta de instrumentos financieros que solicitan sus clientes no se realizan directamente en el mercado sino en la mesa de operaciones del propio bróker.

¹⁴ Licencia Dealer es un permiso para comercializar autos, es un negocio de compra y venta de autos, con la posibilidad de ofrecer planes de financiamiento a los clientes.

¹⁵ SEC sus siglas en ingles es La Securities and Exchange Comision; es una institución independiente del gobierno de Estados Unidos, encargada de vigilar el cumplimiento de las leyes federales del mercado de valores, la regulación de las bolsas de valores y el mercado de opciones de este país.

¹⁶ ADR, American Depositary Receipt, son títulos que representan un número específico de acciones de una compañía establecida por fuera del país en el que se están negociando los títulos. Por ejemplo, las acciones de una InterBolsa una compañía colombiana que se negocian en la Bolsa de Nueva York.

legislación. En los próximos capítulos se amplía el origen y las causas del incumplimiento por parte de InterBolsa y se describen las medidas que tomaron los agentes reguladores frente a este hecho.

3.3.1. Importancia de InterBolsa en Colombia

Es importante reconocer que hubo logros que consiguió InterBolsa los cuales les permitió obtener beneficios no solo a ellos sino que también abrió el camino para otras compañías; fue ejemplo de superación, demostrando a las empresas que no importa el tamaño o las dificultades que presente en el mercado, siempre hay oportunidades con las cuales se pueden afrontar y superar. El hecho de no rendirse y desafiar los obstáculos que normalmente aparecen en cualquier tipo de negocio es el primer logro que puede conseguir cualquier compañía, ganar reconocimiento y por ultimo pero no menos importante y que se da con el tiempo, es crear oportunidades de negocio y generar una marca propia para la compañía y con la cual se pueda trascender. En el caso de InterBolsa fue evidente que desde sus inicios los momentos de gloria no siempre estuvieron presentes, fue todo un proceso y continuas transformaciones las que fueron abriendo el camino para ir creciendo e incluso para llegar a romper paradigmas como incursionar con líneas de negocio que en algún momento se pensaba que no eran posibles desarrollar por una comisionista.

InterBolsa se convirtió en un fuerte actor regional, siendo reconocida como una de las compañías de agentes de bolsa más importantes del país. Para el año 2000, la compañía llegó a ocupar el lugar más importante de los operadores de mercado y recibió la autorización de las autoridades reguladoras para ser la primera participante independiente del país, es decir que no necesitaba estar afiliada a un banco para estar y operar en el programa Market Maker, actividad que hasta el momento se limitaba solo a entidades financieras.

Para finales del 2005 InterBolsa era la segunda Market Maker de títulos de gobierno, con una participación de mercado de aproximadamente del 30%, rápidamente la comisionista se convirtió en la empresa de su rubro en ser la primera en tamaño y participación de mercado, por lo que dentro del ranquin nacional se posicionó como la segunda en patrimonio y para ese mismo año terminó como la tercera mejor en utilidades.

En el 2011 recibió el premio regional otorgado por el Instituto Latinoamericano de Comercio Electrónico, al considerar que la firma era un referente de innovación en el mercado bursátil, en la medida en que al incorporar el comercio electrónico a las operaciones con acciones, pudiendo vincular más inversionistas.

InterBolsa fue la primera entidad financiera de América Latina en ser admitida en Brasil, una economía de gran tamaño y donde el mercado de capitales superaba ampliamente al mercado colombiano.

La innovación y adaptabilidad a las exigencias del mercado, llevaron a que InterBolsa se convirtiera en el primer ETF o también conocido como fondo negociable en el mercado.

Lo anteriormente dicho lleva a destacar la importancia que tuvo esta empresa en el mercado colombiano, distinguiéndose por ser creador de mercado y por mantener su liderazgo dentro del sector frente a compañías que se concentraban en esa misma línea de negocio.

3.4. Análisis de las causas de la liquidación de InterBolsa

3.4.1. Posibles causas que llevaron a la liquidación

Tan solo unos años atrás las personas no podía entender y comprender como una empresa que continuamente ganaba un espacio en las portadas de periódicos y revistas nacionales por sus continuos logros, un día de la noche a la mañana fueron nuevamente noticia, pero esta vez no por cosas positivas, todo lo contrario, las razones que los llevaron a las primeras planas, fueron los problemas por los que estaban pasando. En Colombia InterBolsa en sus inicios al igual que cualquier empresa que se encuentra en pleno crecimiento, no fue reconocida de forma inmediata, tuvieron que pasar por periodos de continuos cambios, de momentos difíciles, de transiciones donde simplemente pasaba el tiempo y finalmente en los cuales les permitieron ganar ese reconocimiento, reconocimiento que inicialmente tan solo fue por parte de las empresas que se encontraban dentro de la misma actividad y sector; pero no conformes con esto se evidenciaba, que sus objetivos siempre se encontraban apuntando a algo mucho más grande y visionario, como era ganar el reconocimiento por parte de todo un país. Fue así como día tras día se las arrebataban para poder captar la atención de todos los medios de comunicación y esta vez no sería la excepción.

Durante años a InterBolsa sus negocios le venían saliendo perfectamente aun cuando el entorno internacional era negativo, pese a ese comportamiento que venían presentando las economías mundiales, Colombia estaba pasando por un buen momento, según datos publicados por el DANE¹⁷ y Portafolio para el año 2012 la economía colombiana alcanzo un crecimiento de 4% frente a un 3,1% de lo que esperaban los analistas en ese momento. Evidentemente en el mejor momento de la economía de Colombia cuando nadie hablaba de crisis y todos estaban esperando festejar un buen cierre de año 2012, para InterBolsa eso no aplicaba, pues estaban pasando por un mal momento ya que algunos de los negocios que venían desarrollando no estaban andando muy bien, a tal punto que les impidió cumplir con sus obligaciones; fue así como surgió la decisión por parte del gobierno de intervenir a la comisionista, el 02 de Noviembre de 2012 la Superintendencia Financiera de Colombia expidió la resolución número 1795, “Por medio de la cual se adopta la medida de toma posesión inmediata de los bienes, haberes y negocios de la sociedad comisionista de bolsa InterBolsa S.A”.

Un mes antes de haber salido a la luz pública este gran escándalo financiero la comisionista busco financiarse y pidió un crédito con Bancolombia¹⁸ en el que dejo como garantía la comisionista y a la sociedad administradora de inversiones, hasta ese momento InterBolsa venia cumpliendo con sus obligaciones, ya sea a través de nuevos

¹⁷ DANE Departamento Administrativo Nacional de Estadísticas; entidad oficial en Colombia que tiene como propósito la producción y difusión de investigaciones y estadísticas.

¹⁸ Bancolombia es una organización financiera colombiana, perteneciente al Grupo Sura, a su vez parte del Grupo Empresarial Antioqueño, es el banco privado más grande del país y uno de los más grandes de América.

préstamos que le permitieran para pagar otros, si bien esto no está bien visto y demuestra el claro problema de liquidez que puede llegar a tener una empresa, esto no es motivo para un llamado de atención como el que le dicto esta entidad de control; el error que la llevó a la intervención fue el incumplimiento de un pago por la suma de \$20.000 millones con el banco BBVA¹⁹. El incumplimiento de una obligación es una falta grave lo que conlleva a tomar medidas como la intervención, en este caso la medida adoptada por la Superintendencia, de esta manera se logra comprender que la decisión de intervenir a una compañía no surge de manera repentina, debe existir una falta grave que lleve a tomar esta decisión por parte de los entes reguladores y claramente aquí la hubo.

A partir de esto se da inicio a un proceso de investigación en el que se designó a una compañía auditora quien se encargaría de realizar un estudio de los balances y demás documentos que le permitieran ver el estado real de la compañía, encontrando evidencias que ratificaban la posición de desconfianza a medida que avanzaban las investigaciones, encontrando movimientos que evidentemente no eran muy claros y los cuales involucraban a varias de las compañías, por lo que las tareas de revisión terminaron involucrando a cada una de las empresas cercanas a InterBolsa como las carteras colectivas, el fondo Premium, la holding y por supuesto todos los movimientos realizados en el extranjero que tuvieran vínculo con la comisionista; para los auditores los resultados que fueron obteniendo a medida que se avanzaban, estaban más allá del un incumplimiento con un acreedor, se decía que para ese momento había un gran nerviosismo cuando se centra la atención en los negocios que vinculaban al mercado bursátil.

A partir de esto la investigación toma un nuevo camino, si bien el proceso inició por el no pago de una obligación, la atención se centra al descubrir que hay graves problema de liquidez y que los mismos se deben al exceso riesgo que asumieron con las operaciones REPO, las cuales estaban concentradas en acciones de Fabricato,²⁰ una compañía que para ese entonces no se encontraba pasando por un buen momento, resultando difícil de entender porque InterBolsa le apostó a estas acciones, aun cuando conocían que sus estados financieros no venían reportando resultados positivos, además de estar pasando por una situación difícil, como era estar totalmente expuesta luego de la salida del sindicato Antioqueño quien tenía la mayoría de sus acciones, por lo que para ese momento la misma ya no contaba con dueño controlante debido a que su capital accionario estaba disperso en miles de accionistas; si bien estos hechos no implican el cierre de una compañía, si demuestra lo débil que se encontraba justo en un momento donde la mayoría de las empresas nacionales debían estar preparadas para enfrentar un nuevo proceso como lo era la firma del TLC²¹.

Hasta este momento es difícil entender porque se concentraron en esta compañía, pero el resultado de las investigaciones son las que llevaron a comprender el interés de invertir en esa compañía; como se mencionó anteriormente la textilera después de la salida de su mayor accionario tenía accionistas dispersos y sin una controlante, lo que abrió la posibilidad que fuera adquirida en el mercado de valores a través de continuas

¹⁹ Banco BBVA Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Colombia S.A., una entidad bancaria de primer nivel.

²⁰ Fabricato, Fábrica de Hilados y Tejidos el Hato fundada en Antioquia es una textilera dedicada como actividad principal producir y comercializar hilos y telas.

²¹ TLC Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos.

compras de sus acciones, es importante aclarar que esta forma de adquisición es un procedimiento legal siempre y cuando una persona o empresa no lo haga por más de un 10% de las acciones en circulación, de lo contrario, en esos casos es necesario lanzar una OPA²² dirigida a todos los titulares actuales de las acciones.

Para ese momento la posición de privilegio y la libertad que tenía la comisionista InterBolsa para operar en el mercado de valores era atractivo para muchas personas quienes veían un posible negocio, entre ellas para un empresario quien decide convertirse en socio de InterBolsa y les propone que en conjunto pueden sacar adelante una estrategia de negocio la cual deciden llamar “operación Fabricato”. Esta básicamente dio inicio cuando la comisionista contrata a una banca de inversión extranjera para que hiciera una valoración de la textilera, el documento de valorización señalaba que la compañía antioqueña tenía un amplio margen de valorización debido a que además del negocio textilero, la firma contaba con terrenos valiosos y con una generadora de energía que no habían sido tenidos en cuenta en las pasadas valorizaciones; por lo que a partir de esto el negocio consistía en que InterBolsa tuviera la participación mayoritaria de Fabricato, luego poder separar esos negocios y por ultimo encontrarle un comprador que le permitiera obtener ganancias; en general la operación Fabricato consistía en adquirir la empresa a un precio bajo, luego, manipular el precio de las acciones logrando un precio alto, para esto era necesario acudir a las operaciones REPO, con las cuales además obtener mayor liquidez por cada operación, podrían valorizar la compañía y conseguir la venta de la textilera.

Esta estrategia se desarrollo en un periodo que comprendió parte de año 2010 hasta finales de 2011, donde una serie de personas conformaron el llamado "grupo de amigos",²³ quienes aumentaron de manera exponencial su porcentaje de participación accionaria en Fabricato S.A., aumento que se dio con la ayuda del grupo InterBolsa, quien haciendo uso de sus facultades como comisionista, llevaron a cabo una serie de actividades, las cuales implicaron evadir reglamentos, pues estos eran un impedimento para un plan de tal envergadura.

Para entender como funcionó este negocio y lo atractivo que resultó ser para InterBolsa acceder al negocio que le propuso el señor Corridori, solo bastaba con entender, que solo a través de la comisionista se podía hacer la compra de las acciones de la textilera a través de las operaciones REPO, ya que el negocio de forma general funcionaba de la siguiente manera: Alguien quien necesita efectivo y que tenía acciones pero no quería desprenderse de ellas, acude a una comisionista de bolsa quien se encarga de conseguir una contraparte que cuenta con suficiente liquidez y quiere aprovechar un negocio a corto plazo en el cual invertir su dinero, por lo que accede a prestarlo; en la negociación se deja en garantía una cantidad de acciones, las cuales mas adelante son regresadas cuando se cancela el préstamo y el interés pactado. En la práctica, InterBolsa accede a prestar a un (X) interés anual, que tenía garantía las mismas acciones de de Fabricato; de cada \$1.000 pesos en acciones de Fabricato, InterBolsa le presta \$600 pesos que consigue en el mercado, es decir, con el dinero de su clientes y los \$400 pesos restantes los pone Corridori como garantía. El negocio era tan rentable que se replico casi por un

²² OPA, Oferta Pública de Adquisición

²³ Grupo de amigos eran ocho sociedades y personas particulares, quienes delegaron a Alessandro Corridori a ser ordenante para la ejecución de operaciones repo ante InterBolsa; básicamente el trabajo de esta persona consistía en decidir en que invertir el dinero de las sociedades, decisión que terminó en acciones de Fabricato.

año dejando a este señor como mayor accionista de la empresa textilera con un 83% de participación; por lo que para ese momento su objetivo inicial de adquirirla se había cumplido, pero no así con sus obligaciones adquiridas como lo eran los pagos, por lo que la comisionista era la que tenía la obligación de responder ante las faltas de este señor y claramente no tenía los fondos necesarios.

Durante todo ese periodo en el que la acción de Fabricato S.A. fue incrementando su precio, era el momento en donde se esperaba que el plan diera fruto ya que eran varias las empresas que estaban interesadas en asociarse y llegaron a ofrecer millones de pesos, pero realmente no se sabe si fue la ambición u otras causas las que no permitieron que se materializara ese socio estratégico que tanto estaban buscando.

Se puede creer que estaban esperando algo mucho más grande de lo que estaban ofreciéndoles para ese entonces, postergando esta decisión y mientras tanto continuaban con la movilización de fondos propios y acceso al sistema bancario con sus plataformas online, manejando operaciones de compra y venta de acciones propias y afectando las cotizaciones de las acciones, lograron elevar día tras día su precio. En corto tiempo la acción de Fabricato S.A., paso de una cotización de unos \$28 hasta un nivel máximo de \$92,50 incrementos que generaron sospechas, razón por la cual los inversionistas empezaron a perder la confianza en el potencial de este título y el mercado empezó a desconfiar de que realmente pudiera valer eso, por lo que aumentan los pedidos de devoluciones del dinero invertido en esta compañía. Pero como se mencionó anteriormente Corridori quien recibió la financiación aun cuando no disponían de recursos para solventar operaciones REPO, incumplió e InterBolsa se vio realmente comprometida con sus clientes. Es importante comprender que la evolución del precio depende básicamente de la credibilidad que los inversionistas le den, por esta razón si se llega a pensar que el precio está inflado de forma irregular, se bloquea la circulación del título; pero para ese momento ninguna de las autoridades captó estas irregularidades por lo que el bloqueo nunca se dio.

De acuerdo a datos publicados en el blog del mercado bursátil colombiano el 31 de julio de 2012 "La acción de Fabricato fue el título más valorizado en lo corrido del año 2011, alcanzando un incremento en su precio del orden de 214,1 por ciento". Además para el primer trimestre del 2012 el precio inicio con una cotización de \$87 y al terminar el segundo trimestre finalizo con un valor de \$92,50.²⁴ Un informe publicado para ese mismo año por la Bolsa de Valores de Colombia habla sobre el estado de los REPOS en acciones, donde indica que Fabricato era la acción líder con un total de \$307.951 millones en estas operaciones, representando el 36,38% de su valor en bolsa, el cual calculado al precio de cierre de la jornada del 1 de noviembre de 2012 era de \$91 representado \$846.328 millones.

Según el informe elaborado por la empresa auditora, dentro de las numerosas irregularidades que encontró y en la que InterBolsa fue participe fueron las siguientes: facilitar las claves de acceso a la plataforma online al señor Corridori, quien podía ver y manejar el dinero que la comisionista captaba de depósitos a corto plazo y colocarlos en actividades de mayor duración y riesgo sin que los dueños de los depósitos estuvieran informados; la comisionista implementó una modalidad de apoyo en la que

²⁴ Machado, G. G. (18 de Enero de 2012). Fabricato fue la acción con más valorización en la Bolsa.
Fuente: www.elcolombiano.com.

requería la participación de todo el grupo InterBolsa, basado en préstamos de dinero el cual era invertido en la compra de acciones de Fabricato S.A.; realizó la emisión de bonos cuyo recaudo era destinado para darle liquidez a la operación Fabricato; la comisionista apalanco las operaciones que se hacían con la acción de Fabricato S.A., aun sabiendo que los inversionistas no contaban con la liquidez mínima suficiente para cumplir las obligaciones adquiridas mediante operaciones REPO y por ultimo pero no menos importante, una vez que lograron conseguir las acciones de la textilera y se posicionaron como mayores accionistas, deciden aumentar artificialmente el precio de estas acciones, comprando y vendiéndose a sí mismos; y de esta manera fue como gran parte de las inversiones de InterBolsa terminaron en acciones de Fabricato. Para llegar a descubrir esto fue necesario investigar a cada una de las empresas de la comisionista y las que tuvieran algún tipo de vínculo ya sea comercial o incluso familiar, ya que para un negocio de tal envergadura, se requirió el encubrimiento y la desviación de atención ante cualquier tipo de control que quisieran adelantan las autoridades.

Dentro de las empresas más investigadas se encontraban el Fondo Premium creado en el 2000 como estructura financiera de inversión el cual era promocionado por InterBolsa. Según el artículo publicado por Santiago Martínez Hernández el 24 de Mayo de 2015 en la sección Judicial del periódico El Espectador en el cual expone los puntos más relevantes que permiten conocer cómo se desarrolló el desfalco a 1028 inversionistas. Indica que este fondo “Fue uno de los protagonistas donde se llevo una de la mayor de las estafas relacionadas con esta comisionista, según la Fiscalía, se utilizaron siete sociedades constituidas en Bahamas, Estados Unidos, Curazao, Islas Vírgenes Británicas, Panamá y Colombia para lograr la triangulación de dineros con las que InterBolsa habría intentado ocultar su crisis financiera”. Triangulaciones como la clara operación no autorizada con la Clínica La Candelaria, esta realizo un contrato de descuento de futuros con la Sociedad Administradora de Inversión donde se entregaron \$78 millones, pero ese mismo día la clínica realizó un préstamo por el mismo importe al Holding de InterBolsa quien quedo como deudora de la Sociedad Administradora de Inversión; con esta operación se hace evidente que la clínica fue utilizada como testafarro ya que el dinero no salió de esta, sino que salió de la cartera colectiva Credit un fondo administrado por la Sociedad Administradora de Inversión; a través de estos movimientos se demostró cómo se simulaban préstamos a otras compañías cuando en realidad eran para prestarse plata así mismo para cumplir con obligaciones, luego se conoció que un claro ejemplo de esto se dio cuando InterBolsa necesitaba fondos para cumplir con una obligación adquirida con Bancolombia. Otras irregularidades que se encontraron con el fondo Premium fueron los cupos de apalancamiento en deuda pública y privada y acciones que brindaban a empresas aun cuando estas empresas no cumplieran con la capacidad financiera y patrimonial mínima requerida.

En cuanto a Sociedad Administradora de Inversión de InterBolsa, esta administraba la cartera colectiva Credit y controlaba ahorros de 4.217 clientes según datos publicados en su asamblea de noviembre de 2012. Dentro de esto también se conoce que Credit era una de las carteras que más administraba dinero aproximadamente \$500.000 millones de los cuales se dispuso un 20% en productos de InterBolsa y otras carteras como Factoring, Renta Ya y Agro 60 quienes eran beneficiarias de préstamos, al igual que empresas como Colteger S.A., Easyfly, Tribeca Oil and Gas, entre otras, todas estas empresas siempre terminaban invirtiendo el dinero en InterBolsa Holding. Es por esta misma razón que los inversionistas cuestionaron todas estas actividades que llevaron a

cabo y con las cuales se rompían todos los principios de inversión en carteras,²⁵ como también desaparecer flujos y cambios de deudor, además de aceptar como garantías una prenda de segundo nivel sobre acciones que ya estaban dadas como garantías a otro deudor; por esto mismo la ley prohíbe que las sociedades administradoras de inversión realicen préstamos a sus subordinadas o matrices y a su vez se encuentra prohibido que las sociedades comisionistas utilicen los recursos de sus clientes para el cumplimiento de sus operaciones.²⁶

De las operaciones del mercado de valores internacional se pudo observar como InterBolsa Holdco company Luxemburgo emitió unos títulos llamados TEC²⁷ o bonos, los cuales tenían como objetivo reemplazar unos bonos ordinarios que había emitido InterBolsa en abril de 2010 y que se vencían en 2014, los cuales estaban siendo muy onerosos²⁸; la idea era lanzarlos en otro país, para que estos dieran más liquidez y ser negociados en el mercado secundario; hasta aquí toda la operación fue legal. El problema con estos fue el destino que se le dio a los 50 millones de dólares de TEC los cuales representaron un valor de \$89.500 millones de pesos los cuales ingresaron a la cuenta de la Holdco, pero luego se demostró que salió aproximadamente el 70% de este dinero para otorgar préstamos a empresas del grupo Corridori, para que estas a su vez cubrieran el saldo en rojo que tenía la comisionista InterBolsa y solucionar problemas de incumplimiento en las operaciones REPO de Fabricato. Además se conoció que de las 360 personas que invirtieron, todas en su mayoría lo hicieron ya que se les presentó un prospecto inicial en el cual la emisión era de bajo riesgo, pero el prospecto que finalmente se publicó en la página decía que era un instrumento financiero complejo, de alto riesgo y para inversionistas experimentados y sofisticados.

Finalmente InterBolsa al no poder financiarse más por medio de este tipo de operaciones, dejó en evidencia que tenía problemas para operar, InterBolsa trató de cambiar el perfil de los repos al mayor plazo posible con la intención de posponer el cumplimiento de las operaciones y tratar de mantener el apalancamiento de Corridori pero lo único que consiguió es que otras corredoras le cerraron las puertas a la firma a la hora de hacer negocios y los bancos frenaron los créditos, lo que generó una crisis de liquidez. Después de esto fueron continuos los comunicados en los cuales el presidente de InterBolsa Rodrigo Jaramillo hacía frente a todos los comentarios sobre el problema que venían afrontando, haciendo ver que era una crisis temporal de liquidez los cuales no representaban ningún peligro para ningún inversionista o empresa vinculados con ellos.

“La Sociedad Comisionista de Bolsa afronta una restricción temporal de liquidez frente a lo cual de manera responsable, y proactiva, se encuentra explorando todas las alternativas a su alcance para atender esta situación lo más pronto posible” (2 de Noviembre 2012)

²⁵ Principio de inversión en carteras. En ningún momento se pueden realizar operaciones con las filiales o subsidiarias de la administradora, su matriz o las filiales o subsidiarias de esta.

²⁶ Artículo 2.9.4.3.2 (Artículo 2.2.3.7. de la Resolución 400 de 1995, subrogado por el Decreto 1121 de 2008) Prohibición de utilizar recursos de sus clientes. las sociedades comisionistas de bolsa de valores nunca podrán utilizar recursos provenientes de sus clientes para el cumplimiento de sus operaciones.

²⁷ TEC son títulos valores que fueron inscritos en Euroclear, uno de los mayores sistemas de compensación y liquidación de valores financieros en el mundo y en la Bolsa de Luxemburgo.

²⁸ Oneroso, se refiere a algo costoso.

Pero según estas declaraciones lo único que se puede pensar, es que lo que buscaba era tener más tiempo en el cual pudiera seguir haciendo operaciones irregulares que les permitiera seguir escondiendo la verdad. Y es así como una vez más InterBolsa logró captar la atención de los medios de comunicación dándole la razón a muchos de los supuestos rumores que aseguraban que la compañía se encontraba atravesando por graves problemas financieros, con todas esas evidencias encontradas era claro que los problemas eran realmente graves.

3.4.2. Responsables

Después de cinco años que inicio el proceso de liquidación ha sido difícil identificar todos los responsables que estarían involucrados con la quiebra de la comisionista. Hasta la fecha la fiscalía ha encontrado evidencias para llevar ante los jueces a 37 personas de las cuales aproximadamente la mitad de estas ya han sido imputadas pero se cree que podrían ser más las implicadas en la caída de la comisionista ya que son muchos los movimientos que se realizaron y los cuales requirieron de la ayuda de varias personas y varios sectores para no ser captados o sancionados en su momento. Ha sido un proceso largo en el cual las autoridades, cientos de clientes afectados con sus demandas, informes aportados por la firma auditora KPMG e inclusive los mismos acusados, con el fin de obtener beneficios con el principio de oportunidad²⁹ han aportado información documentada y declaraciones en los cuales comprometen a otras personas y que han permitido avanzar en las investigaciones.

Si bien son muchas las personas implicadas, ha esto no escapa la responsabilidad por parte de las autoridades como la Superintendencia Financiera ya que habría faltado a su función de prevención, se demostró que esta entidad tenían conocimiento a pesar de contar con información suficiente y contundente para suponer la configuración del delito de manipulación fraudulenta de especies y lo informo de manera tardía a la Fiscalía General de la Nación. Por esta misma razón en noviembre 2013 el procurador general de la Nación, Alejandro Ordóñez Maldonado, declaró disciplinariamente responsables al superintendente financiero de Colombia, Gerardo Alfredo Hernández Correa; superintendente delegado para la Supervisión de Riesgo de Mercado e Integridad, Diego Mauricio Herrera Falla; y a la superintendente delegada adjunta para Supervisión de Riesgos y Conductas de Mercado, Rosita Esther Barrios Figueroa, por el caso InterBolsa, imponiéndoles sanción consistente en destitución e inhabilidad general por el término de 12 años.

Así mismo, el jefe del Ministerio Público anunció en el Boletín Numero 964 de la Procuraduría General de la Nación, la sanción que le impuso el Ente de Control al superintendente delegado para Intermediarios de Valores y Otros Agentes, Luís Fernando Cuadrado Zadfra, suspendiéndolo e inhabilitándolo por diez meses, debido a que omitió las ordenes necesarias para que la entidad vigilada suspendiera de inmediato las prácticas ilegales, inseguras o no autorizadas, y además adoptara medidas correctivas y de saneamiento con el fin de proteger los recursos de los inversionistas y la confianza en el mercado de valores.

²⁹ Principio de Oportunidad. Se conoce la facultad de no adelantar un proceso penal contra alguien, porque bajo determinadas circunstancias se considera que hay más ventajas en la renuncia a la acción penal que en el enjuiciamiento de una persona.

Inclusive antes de la quiebra de InterBolsa ya se habían aplicado sanciones a integrantes de la Comisionista, por utilizar ahorros de una suma aproximada de \$5.000 millones de once clientes y trasladarlos a otras personas entre ellos familiares, además de dirigir comunicados a sus clientes informando que las inversiones se encontraban en fondos que realmente eran inexistentes. Fue así como la Superintendencia Financiera en Junio de 2012 le impuso una multa e inhabilito por cinco años para ejercer cargos de dirección o administración de entidades a Cesar Augusto Ruiz Ballesteros gerente de la oficina de InterBolsa en Bucaramanga.

Para el año 2015 fueron varios los avances que se dieron legalmente contra los implicados y dirigentes de la comisionista los cuales estaban escapando de una sanción legal, por lo que para febrero de ese mismo año se imputaron cargos a los inversionistas Juan Carlos Ortiz y Tomás Jaramillo, quienes aceptaron los cargos de estafa, concierto para delinquir y manipulación fraudulenta de especies.

Juan Carlos Ortiz, Comisionista bogotano que fue expulsado en 1997 por la Bolsa de Valores de Bogotá por prácticas poco transparentes y conflicto de intereses, quien luego paso a ser socio de InterBolsa, fue una persona que tuvo una importancia vital en el crecimiento de InterBolsa gracias a las operaciones de posición propia de la cual se consideraba pionero en el mercado colombiano, fundador y administrador de Premium Capital Appreciation Fund con sede en Cuarazao, accionista de Fabricato, de Azul y Blanco –Millonarios- y de la Bolsa Mercantil de Colombia, socio fundador de Capital Tribeca y de Emergencias Médicas Integrales EMI.

Tomás Jaramillo, hijo de Rodrigo Jaramillo fundador de InterBolsa, tenía el 50 % de las acciones de la firma Premium CIA y un porcentaje de acciones en la Compañía Colombiana de Capitales y en Inversiones Jaramillo Botero Cia, sociedades que habrían participado del manejo irregular de las inversiones del Fondo Premium.

Dos meses después, la juez de garantías le imputo cargos por los delitos de estafa agravada, captación masiva de dineros, no reintegro de dinero y concierto para delinquir, todos en calidad de coautor, al empresario Víctor Maldonado, accionista de compañías (Helados Modernos de Colombia, Malta SA, las Tres Palmas, Cuama, Latinoamérica de Inversiones Sumo, Easyfly, Clean Energy, Americana de Bebidas, hotel Santa Clara) y mayor accionista de InterBolsa; esta persona fue capturada en Madrid-España luego de tener circular roja de la Interpol³⁰, ya que salió del país después de iniciado el proceso de investigación y nunca se presentó a las audiencias. De acuerdo con las investigaciones, desde el año 2009 fue beneficiario de los dineros de los inversionistas recibiendo aproximadamente \$5.000 millones de pesos de las maniobras ilegales en el Fondo Premium. También en ese mismo acto se emitió el fallo de condena a Clemencia Sopo Uribe, agente comercial de la comisionista de bolsa InterBolsa S.A., quien acepto su responsabilidad en los delitos de manipulación fraudulenta de especie, estafa, concierto para delinquir y administración desleal, ella declaro ser la encargada de manejar la clientela del denominado Grupo Corridori y uso su experiencia como

³⁰ INTERPOL. Es una contracción de la expresión inglesa "international police" (policía internacional); las siglas oficiales "OIPC" corresponden a "Organización Internacional de Policía Criminal". Es la mayor organización policial internacional del mundo, su función es permitir que las policías de todo el planeta colaboren para hacer del mundo un lugar más seguro.

administradora de empresas y en temas financieros para manipular y aumentar en \$68 las acciones de Fabricato entre los años 2010 y 2011.

Luego en Junio un juez condenó a Rodrigo Jaramillo, fundador y ex presidente de InterBolsa S.A., luego de que aceptara su responsabilidad por los delitos de manipulación fraudulenta y administración desleal, es importante aclarar que en diciembre de 2013 ya se le había ordenado detención y tenía casa por cárcel en la ciudad de Medellín. Según el ente acusador Rodrigo Jaramillo mientras estuvo de presidente de la compañía tenía conocimiento de las actividades irregulares con su socio Corridori, los cuales consistían en aumentar el precio de las acciones de la empresa Fabricato S.A. de forma irregular.

También es importante resaltar otras sanciones impuestas como al señor Jorge Arabia Wartenberg, vicepresidente financiero, quien incumplió obligaciones que le correspondían en su calidad de miembro de la Junta Directiva y del Comité de Riesgos de InterBolsa S.A. sociedad comisionista de bolsa. Esta sanción impuesta consiste en la expulsión del mercado de valores, por lo que no podrá realizar directa o indirectamente intermediación en el mercado de valores, ni actividades relacionadas, durante un periodo de 20 años.

Álvaro Tirado Quintero, presidente de la comisionista, el tribunal disciplinario del autorregulador del Mercado de Valores lo expulsó del mercado además le impuso una multa de 200 salarios mínimos legales vigentes ya que según lo explico la Sala de Revisión del Tribunal Disciplinario del Autorregulador del Mercado de Valores. "trasgredió el deber de lealtad, en la medida en que, conociendo las referidas irregularidades, incentivó a la fuerza comercial a su cargo para conseguir recursos que eran destinados a fondear las operaciones repo y trató de convencer a algunos clientes para que continuaran invirtiendo en el subyacente Fabricato".

Mauricio Infante Niño, Presidente de InterBolsa SAI era la persona encargada de manejar las carteras o fondos colectivos. Su gestión ha sido criticada e investigada por la fiscalía ya que sus actividades estaban basadas en ocultar información, evadir procesos a favor de intereses de InterBolsa y no por los ciudadanos que invertían en las carteras y fondos que él representaba. Actualmente es requerido e investigado por los delitos de concierto para delinquir, manipulación fraudulenta de especie, operaciones no autorizadas y administración desleal. El proceso por el cual más se le investiga es por el préstamo con la Clínica Candelaria con la cual se demuestra una triangulación de dinero. En julio de 2015 esta persona salió a Estados Unidos con el fin de pedir asilo político.

Alessandro Corridori, empresario Italiano, directivo de InterBolsa fue procesado y enviado a la cárcel la picota en el año 2013, por los presuntos delitos de concierto para delinquir, manipulación fraudulenta de especies, administración desleal y operaciones no autorizadas y en julio de 2015 una juez dictó la medida de dejarlo en libertad al alegar vencimiento de términos. Esta es la persona quien ideó todo y llevó a que la comisionista tuviera problemas de liquidez, años atrás esta persona había tenido una buena rentabilidad gracias al negocio bursátil que realizó con la compra de acciones de Acerías Paz del Río, la idea era realizar una operación similar con las acciones de Fabricato aprovechando que esta empresa no contaba con dueño controlante y sus accionistas se encontraban dispersos. Fue así como le vendió la idea a InterBolsa para

que tuviera la participación mayoritaria de esta empresa a través de la compra paulatina en el mercado de valores de estas acciones, además de manipular y aumentar artificialmente el valor de la empresa, escindiendo los negocios vinculados con esta y encontrarle un comprador para así obtener ganancias.

La responsabilidad de ellos hoy, está clara y demostrada, pero tiene que haber muchos más responsables de mandos altos y medios, que hasta ahora tal vez solo saben los nombres pero la responsabilidad penal no está establecida. Es así como han surgido unos datos interesantes que han aportado a la lista de implicados, tanto del fondo Premium, del denominado grupo Corridori, de la firma InterBolsa S.A., siendo el mayor número de miembros vinculados con este proceso, personas que tendrán que responder por su presunta participación en los delitos de manipulación de acciones, administración desleal, operaciones no autorizadas por accionistas o asociados y concierto para delinquir.

3.4.3. Consecuencias

Las consecuencias que generó la liquidación de la comisionista fueron varias y en diferentes momentos. Luego que inició el proceso de liquidación se pensaba que los efectos solo las sufrirían directamente los socios, inversionistas y los tenedores de las acciones, lo cual fue un grave error, pues los afectados terminaron siendo toda la economía colombiana; si bien las autoridades financieras buscaron varias maneras de reducir el impacto en el mercado, no todas las estrategias resultaron.

Sin duda alguna una de las más afectadas fue la textilera Fabricato S.A., la Superintendencia Financiera, haciendo uso de lo que dicta el Artículo 11 del Decreto 4935 de 2009³¹ en Noviembre de 2012 ordenó la suspensión temporal de la negociación de sus acciones y la suspensión del proceso de compensación y liquidación de todas las operaciones REPO sobre la acción de Fabricato pendientes por cumplir en el mercado, de las cuales InterBolsa concentraba la mayoría. El 18 de Enero de 2013 se canceló la inscripción de InterBolsa S.A. y de sus valores en el Registro Nacional de Valores y Emisores; es así como la acción no volvería a cotizarse en el mercado de valores, quedando DECEVAL³² con la custodia y administración aun cuando estos fueron cancelados. De igual manera se declaró en quiebra InterBolsa Holdo Company ante las autoridades de Luxemburgo, situación que llevó a que la Bolsa de Valores de este país suspendiera la negociación de esos títulos, de los cuales se demostró con las reclamaciones presentadas ante las autoridades Europeas que en su mayoría de inversionistas eran colombianos.

³¹ Artículo 2.6.8.1.11 (Artículo 11 del Decreto 4935 de 2009) Excesos de las inversiones u operaciones. la celebración de operaciones repo, que sean efectuadas excediendo los límites de que trata el presente decreto, deben ser liquidadas y desmontadas en un plazo no mayor a tres (3) meses, prorrogables a juicio de la Superintendencia Financiera de Colombia, sin perjuicio de las sanciones a que haya lugar.

³² DECEVAL. Depósito Centralizado de Valores de Colombia, una institución encargada de la custodia, administración, compensación y liquidación de valores en depósito de títulos valores de contenido crediticio, de participación, representativos de mercancías e instrumentos financieros que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores y Emisores -RNVE-, ya sea que se emitan, negocien o registren localmente o en el exterior.

Por esta misma razón, este mismo ente regulador ordena a la empresa un estudio técnico de valorización, el resultado arrojó un valor entre \$35 y \$55 pesos por cada acción, sin embargo los estados financieros de la compañía indicaban un valor intrínseco de \$84 cuando según la bolsa de valores de Colombia el 16 de noviembre informa que la acción de la textilera se desplomó un 20,88% cerrando a \$72 pesos precio de mercado. Luego de esto tuvo que pasar cinco meses, para que la acción de Fabricato S.A. saliera nuevamente al mercado, por lo que se le permitió volver a la bolsa el 1 de Marzo de 2013, pero entrando a la rueda de baja liquidez, esto quería decir que solo podía ser negociada media hora cada día (14:30 hs. a 15 hs.), abrió con un valor de \$72 pesos, precio que con los días se fue desvalorizando; tuvo que pasar casi un año para que la acción recobrara su ritmo de negociación y fue hasta abril de 2014 que se le incluyó nuevamente en la rueda de alta liquidez; evidentemente la empresa tuvo que pasar por un largo proceso en el cual pudiera demostrar que la manipulación de la acción que hizo InterBolsa no era responsabilidad de ellos y poco a poco el mercado ha venido recobrando la confianza en esta.

Los volúmenes que manejaba esta comisionista estaban cerca de un 34%, de las negociaciones, con la salida de InterBolsa del mercado, se vio un fuerte impacto en tres sectores del mercado en las que más estaban involucrado InterBolsa, dentro de ellos están los volúmenes negociados, las operaciones REPO y los movimientos por E-trading. En el caso de los E-trading la comisionista era el líder de estas operaciones por lo que el impacto negativo que en los primeros meses se reportó fue de una caída de un 62,7%.; en cuanto a los volúmenes negociados, estos bajaron, posiblemente por el descontento de los inversionistas que consideran que la liquidez de un activo es un criterio principal de inversión, por lo que los volúmenes de operaciones diarias cayeron en cerca de un 50%., a esto también se sumó la pérdida de confianza en el sector por parte de inversionistas locales y extranjeros ya que esta situación reflejó deficiencias en el sistema regulatorio por lo que el riesgo de estar en una situación similar llevó a que muchos adoptaron posiciones de venta o de aplazamientos de nuevas inversiones aun cuando los emisores no tenían alguna relación con la comisionista; y por último las operaciones REPOS, herramienta que fue casi vetada por los inversionistas, su negociación disminuyó en más de 69,8%., esto se puede observar en el Gráfico N° II. Además de todo lo mencionado se suma el daño que causó a la economía colombiana, especialmente a la reputación, ya que para ese entonces estaba pasando por un proceso en el cual se quería demostrar a los extranjeros que Colombia contaba con uno de los sistemas financieros más sólidos, dando una mala señal ante el Mercado Integrado Latinoamericano.

En mayo de 2013 la superintendencia financiera ordenó la intervención mediante la Resolución 0844 la toma de posesión de bienes, haberes, negocios, patrimonio y suspensión inmediata de las actividades de Rentafolio bursátil y financiero con domicilio en Bahamas.

En 15 septiembre casi un año después que se ordena la liquidación de InterBolsa S.A., un estudio adelantado por dos economistas del Banco de la República de Colombia por José Gómez González y Luis Fernando Melo el cual fue publicado en el periódico Portafolio en la sección de economía, indicaron que estudiaron el nivel de impacto causado por la quiebra de la mayor comisionista del país en el mercado, encontrando que afectó de forma significativa los retornos de 18 acciones en la Bolsa de Valores de Colombia, entre ellas las del Banco de Bogotá, Bancolombia, BVC, Celsia, Cemargos,

Corficolombiana, Ecopetrol, EEB, ETB, Éxito, Grupo Sura, ISA, Isagen, Inverargos, Nutresa, Pacific Rubiales, Preferencial Bancolombia y Tablemac.

Para julio de 2014 la Superintendencia Financiera ordenó a través de la Resolución 1125 la liquidación forzosa de la Sociedad Administradora de Inversión SAI. Luego que se le ordeno que se recapitalizara pero esta no lo hizo. En febrero del siguiente año el mismo ente regulador decreto la liquidación de 28 empresas dentro de ellas 26 sociedades. Además se ordenó liquidar el patrimonio de 31 personas naturales, demostrando que estaban vinculadas con la captación ilegal.

Por otro lado la reorganización del mercado es algo que sin duda era por esperarse, por lo que Valores Bancolombia se convirtió en líder del mercado por patrimonio y utilidades, seguido a esta estaría Credicorp Capital. Esta reorganización llevo a que las firmas respaldadas por grandes grupos financieros ganaran espacio en el mercado, de las 10 sociedades más grandes 7 de ellas son filiales de bancos o matrices financieras locales. Actualmente operan en Colombia 22 comisionistas de bolsa, sin desconocer la fusión que se dio entre Serfinco y Ultrabursatiles, dándose la nueva comisionista Ultraserfinco quedando como en tercera o cuarta firma más destacada en el país.

3.4.4. Entes reguladores

Banco de la Republica de Colombia

De acuerdo con la Constitución Política y la Ley 31 de 1992, la Junta Directiva del Banco de la República es autoridad monetaria, cambiaria y crediticia. Tiene atribuciones asignadas a la Junta Directiva Banco Republica que se desarrollan dentro de un marco de coordinación con las facultades de regulación financiera y del mercado de valores asignadas al Gobierno Nacional. Como Solicitar a través de la Superintendencia Bancaria la suspensión de nuevas operaciones financieras que realicen las instituciones vigiladas por dicha Superintendencia, cuando resulten contrarias a la política monetaria, cambiaria o crediticia.(artículo 19 de la Ley 31 de 1992).

Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Ccoordina la política macroeconómica; define, formula y ejecuta la política fiscal del país, el objetivo general es definir, formular y ejecutar la política económica del país, planes generales, programas y proyectos relacionados con ésta, así como la preparación de las leyes, y decretos; la regulación, en materia fiscal, tributaria, aduanera, de crédito público, presupuestal, de tesorería, cooperativa, financiera, cambiaria, monetaria y crediticia, sin perjuicio de las atribuciones conferidas a la Junta Directiva del Banco de la República y las que ejerza, a través de organismos adscritos o vinculados para el ejercicio de las actividades que correspondan a la intervención del estado, en las actividades financieras, bursátil, aseguradora y cualquiera otra relacionada con el manejo, aprovechamiento e inversión de los recursos del ahorro público y el tesoro nacional, de conformidad con la Constitución Política y la Ley.

Superintendencia Financiera de Colombia

Es la entidad gubernamental encargada de supervisar el sistema financiero y bursátil colombiano, con el fin de preservar su estabilidad, seguridad y confianza, así como

promover, organizar y desarrollar el mercado de valores y la protección de los inversionistas, ahorradores y asegurados. Los objetivos estratégicos de esta entidad son fortalecer la supervisión consolidada, robustecer los requerimientos prudenciales para las entidades vigiladas, contribuir con mecanismos de inclusión y educación financiera, velar por la protección al consumidor financiero, apoyar el desarrollo del Mercado de Capitales y fortalecer la gestión administrativa y financiera.

Es además la entidad que expide y aprueba las reglas de conducta, califica los intermediarios y aprueba los instrumentos de inversión y vigila la rentabilidad de estos acorde a las condiciones del mercado, coberturas de riesgo. También solicita información oportuna, suficiente y de calidad y vela por los mecanismos de protección de los derechos de los inversionistas. Por este motivo la ley le asignó facultades para ordenar la suspensión de actividades, ordenar la cancelación de su inscripción en bolsa, imponer multas, intervenir administrativamente por violación de las leyes o reglamentos, sus estatutos o los de la bolsa, o cuando dejen de cumplir las decisiones o instrucciones impartidas por la propia Superintendencia.

Supersociedades

La Superintendencia de Sociedades es un organismo técnico, adscrito al Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, con personería jurídica, autonomía administrativa y patrimonio propio, mediante el cual el Presidente de la República ejerce la inspección, vigilancia y control de las sociedades mercantiles, así como las facultades que le señala la ley en relación con otros entes, personas jurídicas y personas naturales. Su objetivo principal es contribuir a la preservación del orden público económico por medio de las funciones de fiscalización gubernamental sobre las sociedades comerciales y ejercer las facultades jurisdiccionales previstas en la ley, tanto en el ámbito de la insolvencia como en el de los conflictos societarios.

Autorreguladora de Mercado de Valores

Por autorización de la Superintendencia Financiera mediante la expedición de la Resolución número 1171 del 7 de julio de 2006; esta entidad funciona como autorregulador del mercado de valores en Colombia. Este organismo generalmente emite normatividad, supervisa y vela por su cumplimiento y disciplina a sus miembros; eventualmente puede desempeñar funciones de registro o arbitraje y conciliación. Su función de supervisión consiste en la verificación del cumplimiento de la normatividad aplicable por parte de los sujetos de autorregulación, mediante la realización de las actividades que se consideren apropiadas para cumplir con tal fin.

Fogafin

Como miembro de la Red de Seguridad del Sistema Financiero Colombiano, Fogafin es una entidad del Gobierno, adscrita al Ministerio de Hacienda y Crédito Público, encargada de construir confianza y de proteger los ahorros de los depositantes de las entidades inscritas. Para cumplir con esta labor, el fondo administra el seguro de depósitos y realiza el pago del mismo a los ahorradores, cuando estas entidades entran en liquidación forzosa administrativa. La razón de ser del Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, es promover la confianza y proteger los ahorros de los depositantes para contribuir con la estabilidad del Sistema Financiero Colombiano,

mediante: a) el pago efectivo del Seguro de Depósitos, b) la aplicación de los mecanismos de resolución en situaciones de insolvencia y c) el fortalecimiento patrimonial de las entidades financieras inscritas.

Bolsa de Valores de Colombia

La Bolsa de Valores de Colombia S.A. es una empresa privada listada en el mercado de valores, la bolsa es el administrador de los mercados de acciones, a través de plataformas de negociación de renta variable, renta fija y derivados estandarizados, a través de sus filiales, opera los mercados de divisas, commodities energéticos y servicios de proveeduría de precios.

Si bien desde el 2006 la Bolsa de Valores de Colombia, no tiene funciones de regulación o vigilancia, ya que estas fueron entregadas en su totalidad Autoregulador del Mercado de Valores con el fin de minimizar el riesgo de conflicto de interés, esta entidad debe administrar de forma correcta, ya que es un elemento importante para fortalecer el mercado de capitales e impulsar el desarrollo económico y financiero del país, velando siempre por los intereses tanto de las empresas, ahorradores y del Estado.

3.4.5. Legislación

Para el Banco Central de Colombia, las operaciones REPO surgieron formalmente en el año 1988, incluso cuando ya se llevaban estas prácticas pero no contaban un nombre en específico o no se encontraba establecido en un documento de forma legal, solo hasta este año por resolución N°27 de 1988 de la Junta Monetaria, el Banco de la República inició la operación de recomprar a los bancos los papeles que habían sido colocados dentro de las operaciones de mercado abierto, es decir los títulos de participación y los títulos canjeables por certificados de cambio con un pacto de recompra a corto plazo, y con el ánimo de darle liquidez temporal al sistema en una época de inusual baja liquidez y elevada demanda de crédito. Posteriormente se amplió la negociación a títulos de crédito de fomento y a títulos de fomento agropecuario. Estas operaciones sustituyeron en parte los cupos ordinarios de crédito, estableciendo los plazos y las tasas. En la actualidad las operaciones de venta con pacto de recompra son utilizadas a diario en Colombia.

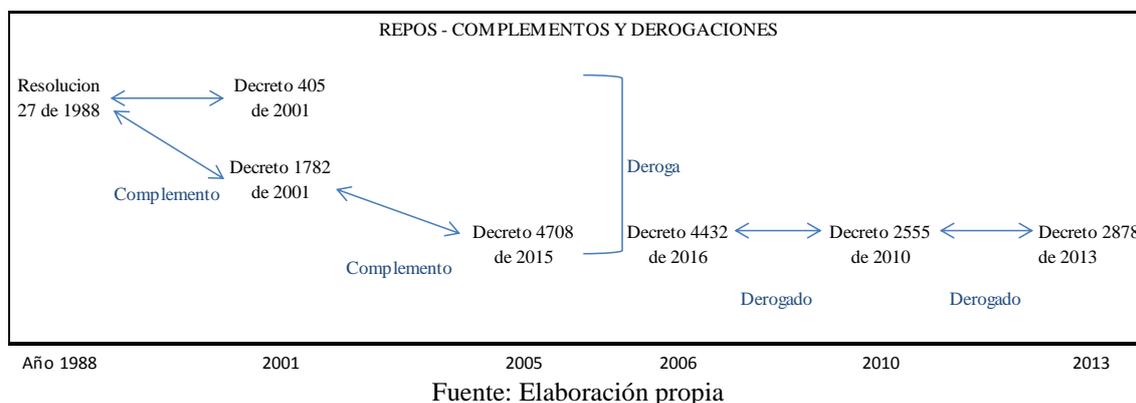
Posterior a esto surgieron tres complementos a la resolución de 1988, el primero a través del Decreto 405/2001 en el cual en su Artículo 11 se reglamenta el estatuto tributario, indicando que “cuando se trate de operaciones de reporto realizadas por entidades vigiladas por la Superintendencia de Valores, las entidades que intervienen deberán identificar una cuenta corriente exclusiva a través de la cual se ejecuten las transacciones relacionadas con las operaciones de reporto”, el segundo por el Decreto 1782 DE 2001 creando un solo y único Artículo “Por el cual se dictan normas tendientes a garantizar que las operaciones REPO en las que participen los establecimientos de crédito conllevarían la transferencia del derecho de propiedad sobre los valores entregados”, lo cual implicaría la generación de efectos jurídicos. Hasta este momento para comprender el funcionamiento de los REPOS era necesario acudir a tres documentos por separado, pero no suficiente esto se crea un cuarto reglamento, cuatro años más tarde, el Decreto 4708 de 2005 distinguiendo varios artículos relacionados

cada uno con definiciones, características, objetivos disposiciones, procesos concursales, aplicación, restricciones y vigencia, todos estos haciendo distinciones precisas para los casos de simultáneas y transferencias temporales de valores, pero sin hacerlo de manera separada para cada una de estas tres.

Decreto 4432 de 2006, es importante destacar que este deroga todas las disposiciones anteriores y las recoge en un solo documento, destacando que a partir de este documento se crean capítulos y cada uno de ellos explica de manera separadas las diferencias que tienen las siguientes operaciones CAPITULO I REPOS, CAPITULO II Operaciones simultáneas, CAPITULO III Operaciones de transferencia temporal de valores y los siguientes indican las disposiciones comunes e incumplimientos, por lo que se resalta el orden y el contenido completo.

Para el año 2010 se genera un Decreto el cual no solo deroga el decreto mencionado anteriormente, sino un número considerable y a partir de ese momento se llama Decreto Único 2555 de 2010 “Por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones”, es un documento extenso que contiene partes capítulos títulos artículos y párrafos. Es de resaltar como unifican una cantidad de reglamentos en uno solo. El mismo dura en vigencia hasta que entra en vigencia el Decreto 2878 de 2013 siendo esta la última y más significativa modificación que se dio a partir de lo sucedido con la comisionista InterBolsa. Las autoridades que estuvieron trabajando sobre los cambios que se debían realizar explicaban que el mismo tiene como propósito el apalancamiento por parte de los clientes e incorporar regulación que permite restringir este tipo de operaciones sobre valores emitidos por vinculados, previniendo que se genere una elevada concentración en valores de una misma especie. Como sucedió con los REPOS de Fabricato.

Cuadro N° V: Evolución en la regulación de los REPOS en Colombia



Como se puede observar a través de los años se han venido realizando modificaciones sobre la forma como funcionan estos instrumentos, pero resaltando que más allá que han sido varios en los últimos años las autoridades han buscado derogar la totalidad de un documento anterior y recolectar toda la información tanto la anterior como la nueva en un solo documento, para este caso siempre a través de decreto.

También es importante nombrar que existen otros documentos que complementan e indican lineamientos para operar en los mercados, pero que claramente en algún

momento fueron pasados por alto y que con su simple aplicación hubiera evitado que se presentara un caso como el de InterBolsa.

Ley 964 de 2005, Superintendencia Financiera, Dicta normas generales y se señalan en ellas los objetivos y criterios a los cuales debe sujetarse el Gobierno Nacional para regular las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores, por lo que en ella se establece el control y vigilancia sobre las Comisionistas de Bolsa. Además de indicar que en caso que exista un proceso concursal, una toma de posesión para liquidación o acuerdos globales de reestructuración de deudas, mientras esté vigente la operación, ésta se dará por terminada anticipadamente y se ceñirá el proceso a seguir con lo dispuesto en el artículo que habla sobre el incumplimiento, siendo el Artículo 14 de la presente ley la que indica el procedimiento a seguir.

Reglamento Autoregulador del Mercado de Valores Decreto 1565 de 2006, Por el cual se dictan disposiciones para el ejercicio de la actividad de autorregulación del mercado de valores; encontrando aspecto generales, constitución y funcionamiento, procesos disciplinarios, supervisión y de los organismos de autorregulación.

Artículo 2.9.7.1.4 (Art. 2.2.8.4 de la Res. 400 de 1995. Adicionado. Res. 707 de 1997, art. 1°.) Facultades de la sociedad comisionista. Podrá comprometerse a realizar operaciones repos, así como a tomar decisiones sobre el manejo de los excedentes de liquidez transitorios. Para la realización es necesario que la sociedad comisionista de bolsa haya sido autorizada expresamente por su cliente y así conste en el respectivo contrato de administración.

Artículo 2.9.7.1.11 (Art. 2.2.8.11. de la Res. 400 de 1995 Adicionado. Res. 707 de 1997, art. 1°.) Prohibiciones. Las sociedades comisionistas, en su condición de administradoras de portafolios de terceros, no podrán realizar las siguientes actividades:

a) Ejecutar transacciones entre la cartera propia de la sociedad comisionista y los portafolios de terceros bajo su administración.

b) Ejecutar transacciones entre las carteras colectivas y los portafolios de terceros bajo su administración.

c) Adquirir para los portafolios de terceros la totalidad o parte de los valores que se haya obligado a colocar por un contrato de colocación en firme o garantizada, a menos que cuente con la autorización previa y escrita del cliente.

d) Actuar como contraparte del portafolio administrado.

e) Adquirir para el portafolio acciones, bonos o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de la sociedad comisionista.

f) Adquirir para el portafolio acciones o bonos obligatoriamente convertibles en acciones de la matriz, filiales o subsidiarias de la sociedad comisionista.

g) Representar en las asambleas generales de accionistas las acciones que se negocien en mercados públicos de valores y recibir poderes para este efecto, de conformidad con lo establecido en las normas vigentes.

h) Comprar para el portafolio administrado valores que pertenezcan a los socios, accionistas, representantes legales o empleados de la firma comisionista o a sus cónyuges, compañeros permanentes, parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil o a sociedades en que éstos sean beneficiarios reales del veinticinco por ciento (25%) o más del capital social.

i) Vender valores del portafolio administrado a los socios, accionistas, representantes legales o empleados de la firma comisionista o a sus cónyuges, compañeros permanentes, parientes dentro del segundo grado de consanguinidad, segundo de afinidad y único civil o a sociedades en que éstos sean beneficiarios reales del veinticinco por ciento (25%) o más del capital social.

3.4.6. Cambios generados a partir de la liquidación

Teniendo en cuenta que la Superintendencia financiera es el ente encargado de regular el sistema financiero y bursátil, y sobre el cual ha recaído la mayor parte de críticas, al considerar que por la falta de control se le autorizó y permitió desarrollar actividades a una comisionista, incluso cuando en su naturaleza de constitución no estaban contempladas, por lo que siempre habían consideraciones y todos como en un círculo vicioso ayudaban para que cualquier idea o emprendimiento que querían hacer, era apoyado y autorizado, sin contemplar las consecuencias de concentrar tanto poder o negocios en una sola compañía, por lo que se le permitió crecer de tal manera en el mercado en un periodo corto, que dejaron de lado el riesgo que esto podía representar para una economía, como se mencionó anteriormente InterBolsa S.A., llegó a concentrar casi un 30% de las negociaciones³³ por lo que a partir de la liquidación de la comisionista surgió la necesidad por parte de este ente regulador de presentar un proyecto de ley buscando fortalecer el instrumento de los REPOS y darle seguridad al mercado y demostrar que estos pueden llegar a ser una herramienta de financiación tan útil y rentable que vale la pena seguirlos utilizando a pesar de hechos presentados.

Por la responsabilidad y urgencia que tenía no solo la Superintendencia, sino todo el sector económico del país en tratar de recomponer esta herramienta que estaba siendo castigada en mercado; es que en mayo de 2013 el Ministerio de Hacienda hace público el documento que ha sido presentado inicialmente por la Superintendencia, para que los operadores del mercado de capitales realizaran los comentarios del proyecto necesarios con los cuales se pudieran retroalimentar con otros sectores y realizar los ajustes necesario para su correspondiente aprobación y por último que fuera aprobado para que entrara en vigencia. Por lo que este fue el mecanismo que se utilizó para llegar a regular y sanear los vacíos que el anterior Decreto dejaron ver y que permitieron que se hiciera un mal uso de esta herramienta de financiamiento como son los REPOS.

Dentro de los principales cambios que se evidenciaron fue elevar a nivel decreto los límites y garantías aplicables a las operaciones, estas anteriormente estaban contenidas en una circular de la normativa del mercado de valores de Colombia, por lo que establecer a nivel decreto es una garantía para mitigar los conflictos de intereses y dejar a cargo de toda regulación al Gobierno Nacional, ya que en su momento era el mismo administrador del sistema negociación de valores, en este caso la Bolsa de Valores de Colombia quien fijaba los límites de las operaciones. Y fue así como finalmente el 12 de diciembre de 2013 con la aprobación de la Unidad de Regulación Financiera del Ministerio de Hacienda y Crédito Público fue expedido el Decreto 2878 de 2013 el cual modificó el 2555 de 2010, donde se pueden observar los siguientes cambios: Se elevan

³³ Información obtenida el 03/11/2012 según noticia publicada por el periódico Portafolio, en su sección de finanzas <http://www.portafolio.co/economia/finanzas/bolsa-valores-sintio-efecto-caida-InterBolsa-103242>

a nivel de decreto los límites y garantías aplicables a las operaciones REPO; introducen límites con el propósito de regular el apalancamiento de terceros que son clientes de los intermediarios de valores; establece un nuevo régimen de garantías aplicable a este tipo de operaciones; de igual manera, se generan incentivos regulatorios para celebrar operaciones a través de las cámaras de riesgo central de contraparte; se introducen deberes especiales a las bolsas de valores y a los administradores de sistemas de negociación de valores a fin de garantizar la transparencia y una adecuada gestión de riesgos; se establece como deber para los intermediarios de valores contar con políticas y procedimientos para reportar a las centrales de información financiera el incumplimiento de las mencionadas operaciones. Todos estos adicionados a través de 3 capítulos al Título 3 del Libro 36 de la Parte 2 del Decreto número 2555 de 2010 los cuales se detallan a continuación.

El Capítulo 1 se refiere Régimen de las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores en el cual se modifican los Artículo 2.36.3.1.1litela c); el 2.36.3.2.1litela c); al igual que el 2.36.3.3.1litela c).

Se agrega el Capítulo 2, Estableciendo el régimen de garantías en las operaciones de reporto o repo, simultáneas y transferencia temporal de valores creando los siguientes artículos:

Artículo 2.36.3.2.1, donde indica que los intermediarios de valores que celebren operaciones, deberán constituir y entregar garantías, con sus propios recursos o con los de terceros, en favor de la bolsa de valores, de los sistemas de negociación de valores, de los sistemas de registro de operaciones sobre valores o de los sistemas de compensación y liquidación de operaciones sobre valores, según sea el caso.

Artículo 2.36.3.2.2, se establecen las clases de Garantías que deberán constituirse en la celebración de cada operación, distinguiendo dos tipos de garantías: Los 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.

- a) La primera es la garantía básica o inicial: 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.
- b) La segunda es la garantía de variación o ajuste: Esta hace referencia al colateral adicional que se debe aportar cuando lo requieren la Bolsa de Valores o los sistemas en los que se está operando.

Aquí ya se puede apreciar un cambio drástico a la metodología de la garantía usada en estas operaciones y se evidencia el trato diferente que le da el legislador a éstas, comparado a la prenda con tenencia de bienes muebles, la cual operativamente es similar.

Artículo 2.36.3.2.3, expresa las garantías admisibles para estas operaciones, las cuales incluyen:

- a) Títulos de deuda pública.

- b) Efectivo.
- c) Acciones y títulos de renta fija (éstos se clasifican como elegibles cuando satisfacen criterios de riesgo de crédito, de mercado y de liquidez).
- d) Activos de renta variable elegibles son aquellos que cumplen con la definición de “liquidez” utilizada para tal efecto.

Este artículo es un complemento del 2.36.3.1.16 del Decreto 2555 de 2012, limitando aún más las clases de Títulos que pueden ser objeto de garantía, generando mayor seguridad para la parte pasiva es decir para quien entrega el dinero. También se pueden encontrar los siguientes artículos que siguen complementando al Decreto anterior, que son de la misma manera importantes como los anteriores.

Artículo 2.36.3.2.4 Porcentajes mínimos de garantías;

Artículo 2.36.3.2.5 Reglas especiales en caso de suspensión o cancelación;

Artículo 2.36.3.2.6 Operaciones realizadas en el mercado mostrador;

Artículo 2.36.3.2.7 Operaciones en las cuales actúe una cámara de riesgo central de contraparte.

Capítulo 3, igualmente adicionado que los dos anteriores, define las limitaciones a las operaciones REPO, simultáneas y transferencia temporal de valores celebradas por cuenta de terceros

- a) 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.
- b) 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.
- c) 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.
- d) Límite por especie: Los compromisos sobre una especie de renta variable no pueden superar el 100% del último patrimonio técnico.
- e) 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.

Por ultimo pero no menos importante el Capítulo 4, donde se indican otras disposiciones detalladas en los Artículo 2.36.3.4.1 hasta 2.36.3.4.5.

Decreto 766 de 2016 fue el más reciente cambio que surgió para estas operaciones en el cual modifica el literal b) del artículo 2.36.3.2.3, los numerales 3 y 4 y los párrafos 1 y 4 del Decreto 2555 de 2010, además de derogar el numeral 2 del artículo 2.36.3.3.2

del Decreto 2555 de 2010. Estos relacionados con las garantías y límites que deben tener los intermediarios de valores en la realización de operaciones REPO.

Cuadro N° VI: Comparativo de los cambios en la regulación de las operaciones REPO

Elegibilidad, Garantías y límites para las operaciones repo - Modificaciones				
Concepto		Decreto 2555 de 2010	Decreto 2878 de 2013	
1. Elegibilidad de las especies para repos	Habilitación de especies inscritas en bolsa	<p>Criterio de liquidez: Una acción estaba habilitada si $L_t > 0$. Donde: L_t</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 (Frecuencia): participación de la especie en las ruedas de negociación en los últimos 90 días calendario. R_t (Rotación): número de acciones negociadas de la especie en los últimos 180 días calendario. V_t (Volumen): monto transado de la acción en los últimos 360 días calendario.</p>	<p>Criterio de liquidez: 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: Donde: $i = A, B, C \text{ ó } D$ y $t = \text{trimestre}$</p> <p>$Volumen_{i,t}$: prom. diario de negociación. $Frecuencia_{i,t}$: % mín. de part. de la acción en los días hábiles bursátiles (marcar precio). $Dispersión_{i,t}$: rangos y parts. mín. del volumen negociado diario de la especie el último trimestre. $Estabilidad_{i,t}$: cumplimiento de los requisitos de habilitación en t-1</p>	
	Número de acciones elegibles	Aproximadamente 40	Aproximadamente 20	
2. Garantías admisibles para el repo	básicas o Iniciales	Valores habilitados (TES, efectivo, acciones y bonos)	Valores habilitados (TES, efectivo, acciones y bonos)	
	De variación o ajuste, Adicionales requeridas después del inicio de la operación		Valores habilitados, con excepción de los aportados como garantía inicial	
3. Límites máximos para las operaciones de las comisionistas de bolsa	Consolidado de todos los compromisos		14 veces el patrimonio técnico	
	Por tipo de valor	Renta fija	14 veces el patrimonio técnico	
		Renta variable	7 veces el patrimonio técnico	
	Con un mismo tercero (clientes y relacionados)		30% del patrimonio técnico	
	Por especie de renta variable		No existía	
	Sobre valores emitidos por vinculados	Títulos emitidos por entidades vinculadas al intermediario de valores	No existía	200% del patrimonio técnico
		Compromisos referidos a una misma especie emitida por un vinculado		50% del patrimonio técnico
Número de acciones por especie (Repos)		No existía	25% del patrimonio técnico	

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de los diferentes Decretos

Con los cambios que se generaron a partir del evento de InterBolsa, mediante los tres artículos adicionados, cambió la visión que se tenían de estas operaciones e incitó a los reguladores del mercado a cambiar sus políticas frente a las operaciones REPO, disponiendo de un trato diferente para estas, con el tema de los límites e incumplimientos, por lo que se puede pensar que con esto se creó una carga difícil de soportar para las entidades, la cual se puede considerar innecesaria, dado que la garantía que se entrega es suficiente para brindar la seguridad a la operación; en la actualidad las Comisionistas de Bolsa actúan con temor ante un posible exceso al límite el cual podría causar una multa grave o incluso el cierre de operaciones por parte de los entes reguladores, creando una reducción masiva de estas operaciones e incluso desestimulando su uso, las cuales son vitales para apalancar a los clientes y poder mantener el crecimiento de la economía.

3.4.7. Volúmenes negociados para el mercado de Renta fija – REPO

En caso de Colombia a continuación se presentan los volúmenes negociados en los últimos (7) siete años tomando como muestra uno de los primeros días de cada mes de Noviembre, con el fin de determinar su evolución comparativa de forma anual. Si bien este tipo de estadísticas se encuentran disponibles a partir del año 2008, se toman solo a partir de año 2011 teniendo en cuenta los periodos en los cuales la comisionista de bolsa InterBolsa centra su atención en estas operaciones.

Después de consultar el informe diario que se encuentra publicado en el Banco de la Republica de Colombia en la sección estadísticas diarias se puede observar que según el tipo de cuenta en cada uno de estos periodos no se registran operaciones activas, caso contrario con las pasivas en las cuales se observan operaciones REPO a 1 día hábil overnight³⁴ en moneda local de las cuales en su mayoría son efectuadas por el Banco de la Republica y en un porcentaje menos por otros como sociedades fiduciarias. En cada año se puede ver las tasas en las que se operaba y el monto total transadas.

Grafico N° I: Evolución anual comparativa mes de noviembre a partir del 2011 hasta 2017

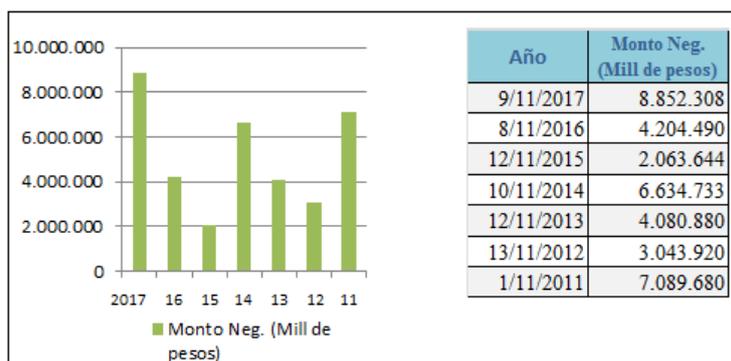
Cuenta Pasiva con descripción -Repo a 1 día hábil (overnight moneda local)											
Fecha	Cuenta descripción	Bancos comerciales		Corporaciones financieras		Compañías de financiamiento comercial		Entidades financieras especiales		Total de establecimientos	
		Tasa	Monto	Tasa	Monto	Tasa	Monto	Tasa	Monto	Tasa	Monto
9/11/2017	Banco de la República	5,00%	8.158.000	5,00%	663.500	5,24%	14.290	-	-	5,00%	8.835.790
	Otras	4,99%	16.518	-	-	-	-	-	-	4,99%	16.518
8/11/2016	Banco de la República	7,77%	3.743.500	7,75%	451.600	7,85%	9.390	-	-	7,77%	4.204.490
12/11/2015	Banco de la República	5,25%	1.897.000	5,25%	91.700	5,25%	1.490	-	-	5,25%	1.990.190
	Otras	2,57%	73.454	-	-	-	-	-	-	2,57%	73.454
10/11/2014	Banco de la República	4,51%	6.153.064	4,50%	450.843	4,50%	13.750	-	-	4,51%	6.617.657
	Otras	3,88%	17.076	-	-	-	-	-	-	3,88%	17.076
12/11/2013	Banco de la República	3,27%	3.659.300	3,25%	400.000	3,25%	21.580	-	-	3,26%	4.080.880
13/11/2012	Banco de la República	4,75%	2.193.820	4,75%	835.000	4,75%	100	-	-	4,75%	3.028.920
	Sociedades Fiduciarias	-	-	4,67%	15.000	-	-	-	-	4,67%	15.000
1/11/2011	Banco de la República	4,50%	6.615.000	4,50%	400.000	4,50%	680	0,045	74000	4,50%	7.089.680

Fuente: Elaboración propia, sobre la base de estadísticas sobre operaciones repos, para una fecha dada.

Según la evolución anual se puede observar que en el año 2011 fue el año en que se presentaron mayor concentración de estas operaciones antes de la liquidación de la comisionista, siendo este un motivo por lo que se vio luego afectado este mercado, solo hasta que llego la modificación de estas operaciones a través de un nuevo Decreto se pudo observar una mejora y tan solo 5 años después supera los volúmenes que se vieron antes del suceso.

Grafico N° II: Evolucionana anual a partir del 2011 con el monto de negociaciones

³⁴ overnight: Es una expresión anglosajona que se corresponde con las operaciones financieras realizadas un día con vencimiento el día hábil siguiente.



Fuente: Elaboración propia, sobre la base de estadísticas sobre operaciones repos, para una fecha dada.

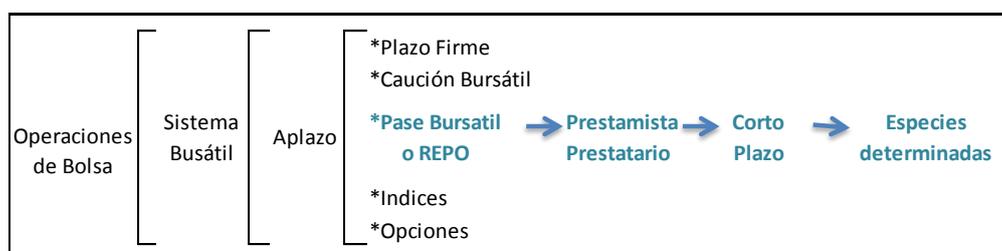
3.5. Extrapolación del caso InterBolsa a la Argentina

3.5.1. Funcionamiento del mercado de Repos en Argentina

Según la Ley 17811 de 1968 fue conocida como la Ley de Oferta Pública de Títulos Valores, en esta se establece la estructura y funcionamiento del Mercado de Capitales, con el fin y en la búsqueda de ofrecer protección al inversor, para esto reglamenta todas las operaciones, incluso la que están fuera de los mercados; de acuerdo a esto y siendo que es la Ley fundamental que rige todo el sistema en el territorio Argentino, en el Art 52, establece que los mercados de valores podrán operar con títulos públicos y privados, debiéndose ajustar al reglamento que fije cada uno de los mercados, por ejemplo en el caso del Mercado de Valores Merval, su reglamento operativo describe que transacciones pueden concentrarse en bolsa, su registro, liquidación y las garantías.

Estas operaciones de bolsa se efectúan mediante dos sistemas; el tradicional o sistema bursátil y el de negociación continua, esta última tiene su fuerte en la operatoria extrabursátil, pero el sistema bursátil, su núcleo es la operatoria dentro de lo que se conoce como rueda, donde se concentran dos clases de operaciones, al contado y a plazo, para este caso se tendrán en cuenta las operaciones a plazo, ya que son las que el comprador y vendedor han cerrado y fijado un plazo para el vencimiento superior al considerado por una operación de contado³⁵, por lo que para los participante es necesario la constitución de garantías en caso de incumplimientos.

Cuadro N° VII: Ubicación de los Repos dentro del Mercado de Valores



Fuente: Elaboración propia.

³⁵ Operación de contado. Son aquellas que se conciertan para ser liquidadas el mismo día o en los plazos que determine el Directorio, comprendiendo dentro de las 72 horas bursátiles posteriores a la que se celebre.

Dentro de las diferentes operaciones a plazo se encuentran las operaciones REPO o también conocidas como pases, en los primeros años de utilizar este tipo de operaciones se conoce que no había establecido un manual, con un reglamento específico de como operar con este instrumento, incluso no se distinguían quienes eran cada una de las partes y sus respectivas obligaciones, como si las distinguía el código de comercio para un contrato convencían; por lo que fueron estos vacíos los que pudieron ocasionar problemas, los que luego dieron a que se abrieran causas legales, donde se alegaba incumplimiento por alguna de las partes involucradas, y fue esto lo que llevo a que entidades como la Cámara Nacional de Apelaciones en lo Comercial, tuvieran que intervenir; y desde esas instancias empezar a aclarar aspectos y a dar una línea de trabajo más clara frente a estas operaciones. Por lo que además de definir estas operaciones desde el punto de vista jurídico, identifican las partes, el papel que tienen cada una de ellas durante la vigencia del mismo y evidencian la falta de claridad frente a una regulación específica por lo que también indican el reglamento que debía ser usado como normativa para esos casos. Expresando que la reglamentación que presentaba mayor proximidad al pase y para no acudir al derecho común se debía ir al reglamento interno del Mercado de Valores y específicamente al que estaba relacionado con el Mercado Bursátil.

Para ese momento el pase tenía por objeto de negociación no una suma de dinero sino de títulos valores y esa era la diferencia esencia que hacia entre una intermediación financiera y los títulos valores; por lo que las finalidades económica que se podía satisfacer con el pase eran diversas, como por ejemplo, poder cancelar con los fondos recibidos de la operación una obligación vencida y a su vez conseguir diferir esa otra obligación a un plazo posterior; también adquirir valores para obtener derechos inherentes a ellos como aumentar el número de votos en las asambleas o mantener una cobertura de riesgo cambiario por obligaciones adquiridas en otra moneda.

A través de los años estas operaciones han tenido diferentes modificaciones, que si bien no modifica su concepto, los cambios están relacionados con quienes podían llevar a cabo estas operaciones y las coberturas, desde el momento que entraron en vigencia se destacaron varios momentos que fueron importantes para quienes hacían uso de ellos. Entre ellos la modificación de 1985 año en el que el Banco Central de la República Argentina (BCRA) mediante una resolución dicto que los agentes de bolsa debían dejar de realizar estas operaciones, esta normativa se mantuvo vigente durante dos años, por lo que en 1987 la misma autoridad volvió a autorizar a los agentes para realizar operaciones pase pero exclusivamente con títulos valores privados con cotización autorizada, pero no en títulos públicos, este cambio también se dio de la mano con una decisión del Banco Central de autorizar a los bancos y compañías financieras a efectuar estas mismas operaciones pero con títulos valores públicos, dichos cambios generaron que se interpusiera un reclamos ya que los comunicados discriminaban y estaban en contra del mercado y por supuesto de los principios de igualdad, desconociendo incluso que estas operaciones se generaron en las bolsas y luego pasaron a las instituciones bancarias. Ya para los años 90 hubo un momento de fuerte crecimiento de los flujos globales de capitales, llevando a extender las reformas de regulación financieras y adoptar las normas de Basilea, que impactaron en la estructura del sistema financiero con la Ley de Convertibilidad, Ley que genero cambios puntuales como en la Carta Orgánica del Banco Central, donde su función quedaba aún más restringida y su acción

para operar como prestamista quedó en última instancia y enmarcando su función como ente encargado de regular la oferta monetaria a través de operaciones de pase, además de cambios en las reservas internacionales o requisitos de encaje; por lo que para el año 1992 se empezó a discriminar el total del volumen negociado en la Bolsa de Comercio con el total negociado de las operaciones REPO; para 1993 se permite a las entidades financieras inscriptas como agentes del mercado abierto y de las bolsas y mercados de valores a efectuar por plazos no inferiores a (30) treinta días pases en dólares de títulos valores públicos nacionales y privados, al igual que pases en pesos.

Es así como los REPOS actuaron en sus primeros años, mas allá de estos cambios hoy en día es más común encontrar información y definiciones de esta operación por parte de diferentes entidades y organismos que hacen parte del Mercado como por ejemplo:

La Bolsa de Comercio de Buenos Aires define los REPOS, como una colocación financiera donde “es un único contrato que contempla dos operaciones simultáneas. El inversor vende (o compra) valores negociables a un precio de contado o a plazo y pacta simultáneamente la operación inversa de compra (o venta) para un mismo comitente y en un vencimiento Posterior”

El Mercado Abierto Electrónico considera esta operación como “aquella que consiste en la compraventa de valores al contado o para un plazo determinado y la simultánea operación inversa de venta o compra a la misma persona, para un vencimiento posterior, a precios o tasas establecidos desde su concertación”

Mercado Argentino de Valores S.A. Es una alternativa de colocación sin riesgo, con retornos comparativamente y a plazos muy cortos de colocación. Permitiendo invertir dinero a corto plazo (mínimo 7 días, con un máximo de 120 días).

Según el libro Mercado de Capitales Manual para no especialistas que fue publicado por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales y del Posgrado de Especialización en Mercado de Capitales de la Universidad de Buenos Aires, en uno de sus capítulos define esta operación como un contrato que consiste en la compra (o venta) de una especie en el plazo de contado o para un plazo determinado, y la simultánea venta (o compra) de esa misma especie en un plazo posterior al de contado, por la misma cantidad y para un mismo inversor o comitente.

Comisión Nacional de Valores dentro de la normativa de mercado de capitales publicado y en vigencia, define los REPOS como aquellas operaciones donde en una misma fecha de concertación un vendedor (comprador), en contado inmediato, de cierta cantidad de un determinado valor negociable compra (vende) a plazo firme, a un plazo no menor de SIETE (7) días y a un precio mayor que el de la venta en contado inmediato, la misma cantidad de tal valor negociable.

Si bien los diferentes organismos tienen una propia definición para los REPOS, se puede decir que en su mayoría todos coinciden en que es una operación de financiamiento, donde se entregan títulos en concepto de garantía estos pueden ser con valores negociables de renta fija públicos o privados o de renta variable, con la obligación de restituirlos en un plazo determinado, son operaciones simultaneas, ya que el papel de comprador y vendedor es ejercido por cada una de las partes en algún momento de la operación ya sea en el inicio o al finalizar la misma.

Es importante destacar que para este tipo de operaciones existe un mercado especializado conocido como el Mercado de REPOS, el cual se encuentra regulado por el Mercado Abierto Electrónico, quien a través de circulares operativas reglamenta la forma y las condiciones que los agentes miembros de este, estarán habilitados para actuar como hacedores de mercado, pudiendo desarrollar actividades en este caso en la rueda REPO de negociación en los horarios establecidos; estos horarios no siempre han sido los mismos, de hecho fueron cambiando con el transcurso de los años, por lo que para el año de 1997 el horario de operación estaba comprendido entre la 9:30 y las 18:00 horas, pero en el año 2005 por pedido del Banco Central se solicitó la ampliación y flexibilización del horario de cierre, justificando que por razones de política monetaria, dicha solicitud debía ser puesta a consideración por la Comisión Nacional de Valores, quien el 07 de septiembre del mismo año resuelve establecer un nuevo horario comprendido entre las 10:00 y las 20:00 horas, dado que en las operaciones cursadas son parte de los agentes de Mercado Abierto que revistan la calidad de entidad financiera autorizada a operar por el Banco Central y que dichas operaciones no se toman en cuenta para la determinación de los precios de cierre.

Cabe aclarar que el funcionamiento de pases utilizando los títulos emitidos por la autoridad monetaria, fue comunicado en el año de 2004³⁶, luego de ajustar la participación del Banco Central de la República Argentina en el mercado de pases con aplicación de LEBACS³⁷ y NOBACS,³⁸ con el objeto de sumar otro instrumento de regulación monetaria, facilitando al mismo tiempo a las entidades un mecanismo adicional para el control de su liquidez. Por lo que también se hizo una distinción entre Pases pasivos y Pases activos

3.5.2. Tipos de pases

- a. Pase activo: Expande la cantidad de dinero en la economía, toda vez que el Banco Central compra a las entidades financieras un activo que puede ser un certificado de depósito bancario o un título público, con un compromiso de reventa futura, al que se le adiciona un interés en función del tiempo transcurrido. El pase activo es una manera de otorgarle préstamos de corto plazo a los bancos, generando un crecimiento circulante, mediante la inyección de fondos en el sistema financiero. Funciona como una compra al contado y simultánea venta a término de moneda a un mismo tomador.
- b. Pase pasivo: Es la operación contraria que el activo, puesto que implica el retiro de cierta porción de circulante a raíz de la venta de certificados de depósito bancarios o títulos que decide el central, en el marco de las facultades que le confiere la carta orgánica. Funciona como una venta al contado y simultánea compra a término de moneda a un mismo inversor.

³⁶ Comunicación “A”4143 del 21/05/2004 BCRA

³⁷ LEBACs Son las Letras del Banco Central son títulos de deuda a corto plazo que licita el Banco Central de la República Argentina semanalmente para financiarse en pesos en el corto plazo y también como un instrumento de política monetaria.

³⁸ NOBACs Son las notas del Banco Central son títulos de deuda emitidos por la autoridad monetaria a un plazo de hasta 3 años.

Como se mencionó anteriormente en Argentina, el Mercado Abierto Electrónico S.A. es el mercado electrónico de títulos valores y de negociación de moneda extranjera más importante del país. En la actualidad es una entidad autorregulada y supervisada por la Comisión Nacional de Valores y dentro de los productos que negocia se encuentran los REPOS o también conocidos como pases, dichas negociaciones se llevan a cabo en un Sistema de Operaciones Electrónicas conocido por sus siglas como él (SIOPEL) a través de la rueda de negociación, con la modalidad de concentración ciega, denominada REPO; este ámbito electrónico de negociación tiene como objeto facilitar la concertación de operaciones de títulos de deuda públicos, en esta rueda los participantes, como son los Agentes que tienen la calidad de Entidad Financiera autorizados por el Banco Central y el propio Banco Central como operador, pueden ingresar ofertas de compra en corto y simultánea venta en largo de títulos cuando desean ofrecer fondos al mercado indicando la tasa de interés requerida o bien la operación inversa cuando son demandantes de fondos. De igual manera también es posible realizar operaciones pasivas para el Banco Central a través de la llamada rueda Nocturna que opera directamente a través de la autoridad monetaria. En este caso las entidades informan diariamente al BCRA respecto del monto de la operación, el cual es fijado como un excedente sobre el saldo en su cuenta corriente en pesos, generalmente quienes acuden a este tipo de rueda de repos son entidades que no son agentes MAE.

Esta al igual que otras negociaciones cuenta con un reglamento operativo, reglamento publicado por esta entidad de regulación como lo es el MAE, en el Capítulo III Clases de Operaciones, Artículo 47, además de explicarlos en los sub-artículos 47.1 hasta el 47.5 otras reglas adicionales como:

“Los Agentes podrán realizar operaciones de pase con valores negociables de renta fija públicos o privados o de renta variable.

47.1 Se considera operación "de pase" aquella que consiste en la compraventa de valores al contado o para un plazo determinado y la simultánea operación inversa de venta o compra a la misma persona, para un vencimiento posterior, a precios o tasas establecidos desde su concertación.

47.2 Se considera operación "de pase con aforo" aquella que se realiza con los mismos recaudos establecidos en el inciso anterior y con un margen de garantía a satisfacción de las partes fijado al momento de la misma.

47.3 El plazo para las operaciones de "pase" y "pase con aforo" entre agentes será pactado libremente entre las partes en los plazos y con sujeción a las normas legales y reglamentarias vigentes.

47.5 Los Agentes que realicen estas operaciones deberán hacer constar expresamente en las liquidaciones o boletos que emitan, que las mismas se tratan de compra/venta en contado inmediato³⁹ (PASE) y compra/venta a plazo firme⁴⁰ (PASE), indicando en su caso si se trata de operaciones "de pase" u operaciones de "pase con aforo.

³⁹ Operaciones de contado inmediato, son las que el vendedor en la fecha de concertación de la operación, entrega los valores negociables al comprador y simultáneamente éste entrega el valor en la moneda de negociación por esos valores negociables, según el precio concertado.

⁴⁰ Operaciones de plazo firme, concertadas para ser liquidadas a un plazo posterior al de contado normal y cuyo vencimiento tenga lugar en los plazos y condiciones establecidos por la Comisión Nacional de Valores, debiendo -en todos los casos- procederse a la entrega de la especie negociada y al pago del precio en la moneda de negociación, el día pactado para su liquidación.

Las operaciones de "pase" y de "pase con aforo" deben quedar individualizadas en pantalla como tales. El MAE hará conocer oportunamente los códigos correspondientes a las operaciones de "pase" y "pase con aforo".

Las operaciones serán informadas por la parte que actúa como vendedora, tanto en la operación de contado inmediato como en la operación a Término, indicando la especie, cantidad, precio, plazo y contraparte, debiendo surgir claramente las obligaciones asumidas por cada parte”

3.5.3. Características de la rueda REPO

Las características de la rueda de negociación con modalidad de operación ciega denominada REPO, siendo habilitada por un comunicado Electrónico⁴¹ del año 2004, dictan los lineamientos de funcionamiento los cuales luego fueron parcialmente modificados por la Comunicación⁴² del mismo año y que entraba en vigencia en el mes de junio con las siguientes características:

Horario de operaciones: 10:00 a 16:00 hs.

Operatoria autorizada: Pases aforados.

Especies autorizadas: LEBAC en pesos sin actualización CER⁴³.

Oferta a ingresar: tasa nominal anual base 365 expresada en tanto por ciento con dos decimales.

Participantes: Agentes MAE que revisten el carácter de entidades financieras y Banco Central.

Plazos: El spot del pase será contado inmediato; el forward será 1, 7 ó 30 días corridos (o día siguiente si cae en día no hábil).

Precio del subyacente: Tendrá un aforo del 10% y será el precio de cierre del día hábil anterior. Si el día hábil anterior no hubo operaciones para alguna LEBAC, el precio de la misma será calculado en función de la curva de tasas que arrojan los precios del día hábil anterior.

Moneda de negociación: Pesos.

Tipos de oferta: podrán ser totales o parciales.

⁴¹ Comunicado Electrónico N° 2485 del 19/01/04 dictado por el Banco Central de la República Argentina.

⁴² Comunicación “A” 4143 del 21/05/2004 dictado por el Banco Central de la República Argentina.

⁴³ CER; Coeficiente de Estabilización de Referencia, es un índice de ajuste diario, el cual es elaborado por el Banco Central de la República Argentina, refleja la evolución de la inflación.

Cantidad mínima de cada oferta: Valor Nominal 1.000.000 y múltiplos de Valor Nominal 1.000.000.

Lote máximo no divisible: Valor Nominal 5.000.000.

Liquidación de las operaciones: La liquidación de las operaciones en las que actúe el Banco Central de la República Argentina será realizada en armonía con el resto de las operaciones transadas entre entidades financieras, las que serán liquidadas a través de Argenclear⁴⁴ u otras modalidades aceptadas, en las que el para el Banco Central será sólo CRyL⁴⁵

Control de Mercado: Cuando a través del sector de Control de Mercado se observen ofertas de compras y/o ventas que presenten errores como que la cotización corresponda a otra especie; o que los precios estén fuera de mercado, se procederá a objetar y auditar las operaciones cerradas.

Obligaciones de las partes: El cierre de una operación a través del módulo de ofertas electrónicas determina obligaciones para ambas partes respecto al cumplimiento de la operación, en los términos registrados en el MAE. Cualquier diferencia entre los datos de una operación informada y el contenido de los boletos, así como en casos eventuales de conflicto de partes, será considerada como válida la información de la operación ingresada en el MAE. En caso de error, las partes involucradas deberán anular la operación mediante nota informativa al MAE donde la parte responsable del error deberá explicar los motivos, los cuales serán elevados a tratamiento de la Comisión de Control y Supervisión de Mercado.

Normas de conducta: Para este punto se aplican las disposiciones que indica el reglamento del MAE en los Artículos 69 inciso a) y Artículo 96, referidos a prácticas desleales y transparencia del mercado respectivamente.

3.5.4. Agentes de regulación

Banco Central de la República Argentina

Es una entidad autárquica del Estado nacional, cuya misión primaria y fundamental es preservar el valor de la moneda. Son funciones de esta entidad vigilar el buen funcionamiento del mercado financiero y aplicar la Ley de Entidades Financieras y demás normas que se dicten, actuar como agente financiero del Gobierno Nacional, concentrar y administrar sus reservas de oro, divisas y otros activos externos, y propender al desarrollo y fortalecimiento del mercado de capitales y ejecutar la política cambiaria.

Comisión Nacional de Valores (CNV)

Entidad autárquica con jurisdicción en la República Argentina, originada por la Ley de Oferta Pública. La misma dicta las normas a las cuales deben ajustarse las personas

⁴⁴ Argenclear Cámara compensadora eléctrica de títulos valores

⁴⁵ CRyL Central de registración y liquidación de instrumentos de endeudamiento público

físicas o jurídicas que, en cualquier carácter, intervengan en la oferta pública de títulos valores, con el fin de mantener la transparencia de los mercados de valores, como también la correcta formación de los precios; y, a su vez, resguardar a los inversores.

Mercado Abierto Electrónico (MAE)

Entidad autorregulada cuyas principales funciones están relacionadas con la concertación, liquidación, vigilancia y garantía de las operaciones realizadas en el mercado. Cuenta con un sistema de negociación, aplicable a título privado y público denominado Mercado de Concurrencia, con concertación electrónica o a viva voz, bajo un sistema de interferencia de ofertas en el cual todas las operaciones realizadas cuentan con garantía de liquidación del Merval.

Las Bolsas de Comercio

Dentro de sus estatutos prevén la cotización de valores negociables por lo que están facultadas para: autorizar, suspender y cancelar la cotización de valores negociables, establecer los requisitos que deben cumplirse para cotizar valores negociables y mientras subsista la autorización, controlar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de las sociedades cuyos valores negociables se coticen, dictar las normas y medidas necesarias para asegurar la veracidad de los balances y documentos que deban presentarles o publicar las sociedades cuyos valores negociables tienen cotización autorizada, y dictar normas reglamentarias que aseguren la veracidad en el registro de las cotizaciones y publicar las mismas y los precios corrientes

Cajas de Valores

Entidad que bajo la figura del depósito colectivo se ocupa de la custodia de valores negociables. En Argentina Caja de Valores S.A., es la única entidad autorizada a funcionar en ese carácter, por lo que desarrolla una importante función dentro del mercado de capitales de la República Argentina, efectuando la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, facilitando las transacciones de los mismos en el marco de seguridad y privacidad exigido por la ley 20.643 y normas complementarias.

Mercados de Valores

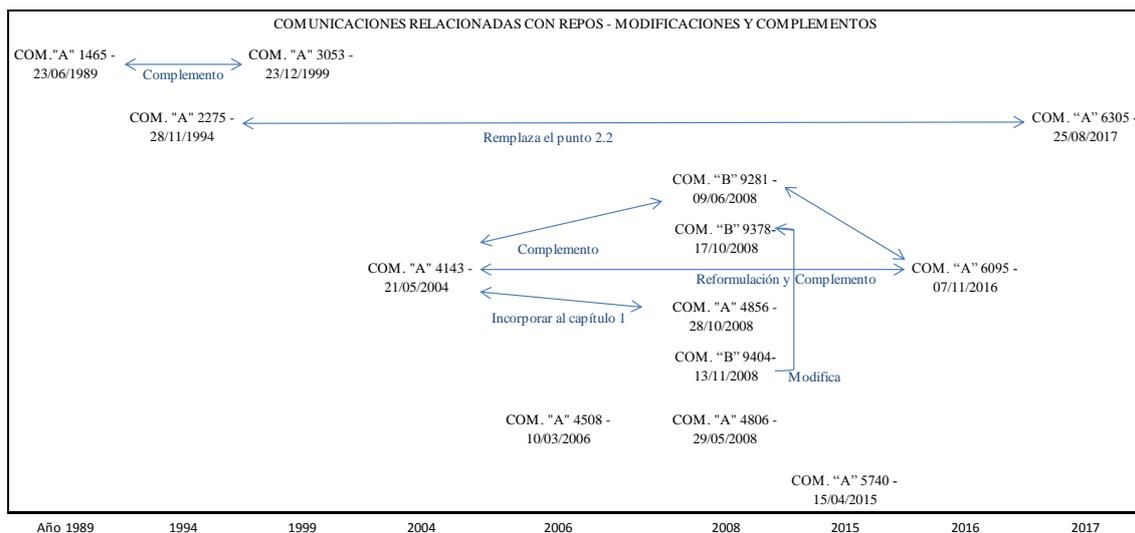
Esta dentro de sus funciones fijar los requisitos y condiciones que deben cumplir los interesados, para su admisión, determinar y reglamentar las operaciones que realicen los agentes y sociedades de bolsa, asegurando la veracidad y registración de las operaciones concertadas en su ámbito; dictar las normas sobre las condiciones en que garantizará el cumplimiento de las operaciones que se realicen y registren; fijar los márgenes de garantía y sus reposiciones en las operaciones a plazo; establecer los recaudos que aseguren la autenticidad de la documentación respaldatoria que emiten los agentes y sociedades de bolsa; disponer los recaudos que deben cumplir los agentes y sociedades de bolsa, cuando no garantice el cumplimiento de las operaciones que ellos concierten y liquidar las operaciones pendientes de los agentes y sociedades de bolsa declarados en quiebra.

3.5.5. Legislación

Ley 17.811, conocida como ley de Oferta Pública, fue promulgada con el objetivo de regular en su totalidad el mercado de los títulos valores, abarcaba la oferta pública de dichos valores, organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles y la actuación de los agentes de bolsas y demás personas. Dicha ley fue reformada por la ley 22000 del año 1979, la misma estuvo vigente por un largo periodo, pero en los últimos años en la Argentina se han generado cambios en las normas de oferta pública y es así como la Ley 17.811 se ve modificada por la ley 26.831 y decreto reglamentario 1023/13, donde tiene por objeto reglamentar la Ley de Mercado de Capitales; se entiende que el cambio surge a partir de la necesidad de proteger los inversores y ahorristas y evitar los conflictos de interés los cuales puedan llegar a encadenar una crisis en el mercado, sin ignorar el aumento de riesgo sistémico que estas prácticas pueden ocasionar. Es por esto que dentro de los cambios que se evidencian fueron los siguientes: Le dio más poder a su organismo de control como lo es la Comisión Nacional de Valores y es así como esta se convierte en un organismo con mayores facultades y protagonismo regulando las bolsas, mercados y los intermediarios. En el caso de los intermediarios fueron modificados y ahora son denominados Agentes Registrados, estos agentes estarán habilitados para negociar o participar en distintos roles en esos mercados donde deberán obtener una membresía. La nueva composición de esos agentes registrados tendrá diferentes actividades, serán personas físicas o jurídicas que Comisión Nacional de Valores autorizará en sus correspondientes Registros para desplegar diferentes y específicas actividades.

Hablar de la legislación de estas operaciones implica hacer un recorrido por distintos documentos los cuales se han venido modificando y complementando a medida que avanza y se pone en práctica estas operaciones, es por esta misma razón que se han generados distintos cambios de la forma como funcionan y como se encuentran regulados. La mayoría se encuentran recogidas bajo tipo de comunicaciones “A” siendo estos los que tratan temas normativos de carácter permanente y los “B” que se refieren a aspectos normativos de carácter reglamentario, transitorio o circunstancial; de acuerdo a esto, a continuación se recogen algunos de estos, los mismo se encuentran ordenadas por año y por consecutivo para entender cuál es el origen, modificación o se incorporó nueva información, o incluso si se deroga alguno de estos. En el siguiente cuadro se muestra un resumen de cada una de estas reglamentaciones que se han dado en estos años y luego se aplica un poco de que trataba cada uno de ellas.

Cuadro N° VIII: Evolución en la regulación de los REPOS en Argentina



COMUNICACIÓN "A" 1465 de 23/06/89

Establecer, el régimen sobre operaciones de intermediación con títulos valores públicos nacionales contenido en los Anexos I donde los bancos y las compañías financieras podrán realizar operaciones de pase y de intermediación con títulos valores públicos nacionales, con ajuste a las siguientes condiciones establecidas en los puntos 1.2 hasta el 5.3 además de la circular OPASI – 2 en la cual agrupa todo lo relacionado con los REPOS y donde se refiere a las normas relacionadas con las operaciones pasivas que efectúan las entidades financieras, fundamentalmente referidas a los depósitos que reciben de personas físicas y jurídicas.

3. Pases.

3.1. Pases pasivos.

3.1.1. Entidades intervinientes.

3.1.2. Titulares.

3.1.3. Plazo.

3.1.4. Prima de futuro.

3.1.5. Títulos transables.

3.1.6. Margen de cobertura.

3.1.7. Instrumentación.

3.1.8. Otras disposiciones.

3.2. Garantías por pases entre terceros residentes en el país.

3.2.1. Entidades intervinientes, titulares y plazo.

3.2.2. Comisión.

3.2.3. Margen de cobertura.

3.3. Otras disposiciones.

3.3.1. Precios de futuro.

3.3.2. Liquidación.

COMUNICACIÓN "A" 3053 de 23/12/1999

Modifica y complementa la Circular OPASI-2 de la Comunicación "A" 1465 por lo siguiente: Garantías por intermediación en operaciones entre terceros sección 2. Operaciones con títulos.

2. 2. Garantías por pases.

2.2.1. Entidades intervinientes: Entidades financieras.

2.2.2. Titulares: Personas físicas y jurídicas residentes en el país.

2.2.3. Plazo mínimo.

2.2.3.1. Operaciones con títulos valores cuya oferta pública haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores y tengan cotización normal y habitual en el país o en el exterior de amplia difusión y fácil acceso al conocimiento público: El que libremente se convenga.

2.2.3.2. Operaciones con títulos valores distintos de los enunciados en el punto 2.2.3.1: 30 días, contados desde la fecha de otorgamiento de la garantía hasta la de vencimiento del pase.

2.2.4. Comisión: La que libremente se convenga.

2.2.5. Margen de cobertura.

2.2.5.1. A cargo del inversor: A satisfacción de las entidades.

2.2.5.2. A cargo del tomador de los fondos: A satisfacción de las entidades.

2.2.6. Prohibición: Las entidades financieras emisoras de deuda subordinada, admitida para determinar la responsabilidad patrimonial computable, o convertible en acciones de la entidad no podrán recibir títulos o documentos que la representen como contragarantía de los avales que otorguen.

COMUNICACION " A " 2275 de 28/11/1994

Esta es una nueva comunicación que admite lo siguiente:

1. las bolsas y/o mercados de valores del país se realicen operaciones de pase a plazos inferiores a 30 días, siempre que el importe de cada transacción sea igual o superior a \$ 300.000, medido respecto del capital efectivamente transado; la transacción se efectúe a través de un sistema centralizado de liquidación de operaciones en el segmento garantizado y se verifique la efectiva tradición o entrega de los títulos valores negociados. Indicando que no se admitirá la cancelación anticipada de operaciones de pase de menos de \$ 300.000, concertadas originalmente a plazos de 30 días o más.

2. autoriza que los bancos y las compañías financieras realicen operaciones por el plazo que libremente convengan

2.2 operaciones de compras y ventas a término de moneda extranjera y de títulos valores, siempre que no se encuentren directa ni indirectamente vinculadas con operaciones al contado, con las mismas contrapartes, que produzcan similar efecto económico-financiero que una operación de pase pasivo;

2.4. Pases activos de los títulos valores depósitos de títulos valores cuya oferta pública haya sido autorizada por la Comisión Nacional de Valores, y que tengan cotización normal y habitual en transacciones relevantes.

5. Autorizar a las entidades financieras a constituir márgenes de garantía en las operaciones de pase con títulos valores, que formalicen entre sí, siempre que se observen las siguientes condiciones:

5.1. El vencimiento de la operación no podrá exceder el último día hábil de diciembre de 1994.

5.2. El aforo de cada transacción podrá alcanzar hasta el 20% del valor concertado de compra a término, constituido en la especie transada.

5.3. El total de las garantías constituidas por el conjunto de operaciones comprendidas no deberá superar, en ningún momento, el 10% de la responsabilidad patrimonial computable registrada al 31.10.94

COMUNICACIÓN “A” 6305 de 25/08/2017

Esta reemplaza el punto 2.2. de la Comunicación “A” 2275 permitiendo las compras y ventas a término de moneda extranjera y de títulos valores, cuando esas operaciones se encuentren directa o indirectamente vinculadas con operaciones al contado, con las mismas contrapartes, que produzcan similar efecto económico financiero que una operación de pase, recibirán el tratamiento aplicable a estos últimos.

COMUNICACIÓN “A” 4143 de 21/05/2004

A partir de esta comunicación es que se ajusta y se regula la participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de Lebac y en el mercado secundario de operaciones de compra/venta de Lebac y Nobac con la finalidad de desarrollar el programa monetario. Esta comunicación ha estado en mayor vigencia y de la cual se han generado complementos, incorporaciones y hasta reformulaciones.

COMUNICACIÓN “B” 9281 de 09/06/2008

Después de varios años se reglamenta que las operaciones de pases activos en pesos a tasa fija y tasa variable, deberán ser canalizadas a través de las ruedas REPO y REPV del sistema SIOPEL del Mercado Abierto Electrónico S.A., además de indicar el límite de operación de las entidades para estos pases y las tasa a aplicar, considerando que el resto de las condiciones serán aplicadas las que fueron emitidas oportunamente por el Comunicado “A” 4143.

COMUNICACIÓN “B” 9378 de 17/10/2008

Es un complemento que surge al Comunicado “A” 4143 indicando los instrumentos de liquidez además de los plazos, límites y horarios de estas operaciones.

COMUNICACIÓN “A” 4856 de 28/10/2008

Para ese mismo año, se emite con el fin de incorporar al capítulo 1. de la Comunicación “A” 4143 a través del nuevo ítem g) el siguiente párrafo: El Banco Central habilitará para las Entidades Financieras que no revisten el carácter de Agente MAE durante el horario en que se encuentra operativa la rueda REPO la concertación telefónica de operaciones de pase activas y pasivas con esta Institución a las tasas fijas y/o variables establecidas oportunamente para los plazos que se encuentren habilitados.

COMUNICACIÓN “B” 9404 de 13/11/2008

En este comunicado se pone en conocimiento la sustitución del punto 3 de la Comunicación “B” 9378 que establece los instrumentos de liquidez, habilitando a su vez a entidades financieras para acceder a las líneas de pases activas del Banco Central indicando los límites de participación, pasando de un monto para operar hasta un total de \$3.000 millones aumentando hasta un total de \$10.000.

COMUNICACIÓN “A” 6095 -07/11/2016

De acuerdo a la adopción formal de un régimen de metas de inflación por parte del Banco Central, se dispone la reformulación integral de las operaciones pase activas y

pasivas en pesos que ofrece a las entidades financieras con el objeto de crear las condiciones para que las tasas de mercado interbancario graviten en torno a la tasa de referencia establecida por la autoridad monetaria. Por lo que habla de los límites, de los activos que serán elegibles como colaterales, el precio y la vigencia del activo subyacente. Así mismo se comunica la derogación de Comunicaciones como las “B”9281, “B”9378 y “B”9404

COMUNICACIÓN “A” 4508 de 10/03/2006

Es aquí donde el Banco Central indica que adoptara las operaciones de regulación monetaria y cambiaria, participando en los mercados de pases con aplicación de Títulos Públicos del Gobierno Nacional, con la modalidad de concertación ciega estableciendo unas condiciones, como los plazos, horarios, especies, tasa a ser aplicada, liquidación, movimiento de títulos y fondos.

COMUNICACIÓN “A” 4806 de 29/05/2008

Al igual que la comunicación anterior se indica que el Banco Central adoptara operaciones de regulación monetaria y cambiaria, pero esta vez a través en los mercados de pases activos en dólares estadounidenses con aplicación de Títulos emitidos por el mismo Banco Central, por el Gobierno Nacional y Bogar.⁴⁶ Estableciendo también condiciones para operar con ellos.

COMUNICACIÓN “A” 5740 15/04/2015

Este comunicado se encuentra relacionado con las afectación de activos en garantía, por lo que en su sección 1. habla de las prohibiciones, para este caso puntual, para operaciones no alcanzadas, por lo que la afectación de activos en garantía no requiere contar con previa autorización en los casos de los pases pasivos con el Banco Central de la República Argentina y tampoco se consideran alcanzadas por la limitación legal las operaciones de pase de especies que cuenten con volatilidad publicada por el Banco Central de la República Argentina y de especies con cotización diaria por importes significativos en bolsas o mercados del exterior siempre que respecto de ellas no se constituyan aforos o márgenes de cobertura a favor de las contrapartes. Sección 2 se encuentran las autorizaciones de carácter general de pases pasivos, indicando cuales son los activos garantizables para este tipo de operación; entidades tomadoras y contrapartes autorizadas; aforo, entre otros. Y por último en la sección 3. Se establece los límites máximos y márgenes de cobertura constituidos por el conjunto de transacciones vigentes, para este caso el cual no deberá superar el 50% del patrimonio neto o de la responsabilidad patrimonial computable, de ambos el menor, del segundo mes anterior.

Es importante aclarar que además de todos estos comunicados que a lo largo de los años se han venido publicando también existen otros documentos que hacen al proceso y aportan incluso con la regulación de estas operaciones al igual que con otras; como por ejemplo el reglamento operativo del Mercado Abierto Electrónico en su Artículo 47 y las Normas de la Comisión Nacional de Valores en el Artículo 16.

LEY N° 21.526

⁴⁶ Bogar son Bonos del Gobierno de la Nación Argentina Garantizados

Ley de entidades financieras, en su Capítulo IX Operaciones prohibidas y limitadas. Artículo 28 indica que las comprendidas en esta ley no podrán aceptar en garantía sus propias acciones; razón por lo cual ayuda a preservar el patrimonio de las mismas, evitando poner en peligro y en situaciones de iliquidez o pérdida de control en el caso de la dirección de la misma.

DECRETO 677/2001

Establece el régimen de transparencia de la Oferta Pública, esta normativa permitió un avance normativo importante para el reconocimiento de las buenas prácticas de gobierno corporativo, otorgando un valor importante al inversor financiero; regulando el control corporativo para fomentar la competencia, la igualdad y la transparencia de los procesos de control; tomando en cuenta los costos de agencia entre accionistas minoritarios y grupos de control, y entre éstos y la administración de la empresa e introdujo en la legislación societaria ciertos deberes a los directores.

CIRCULAR N° 3462 de 05/06/2001

Referencia normas contables, se encontraba dirigida a agentes y sociedades de bolsa donde el Directorio del Mercado de Valores de Buenos Aires pone en conocimiento y resuelve que para las operaciones de “pase” descriptas reglamentariamente como cauciones o en aquellas efectuadas con la misma contraparte y con liquidación en el mismo día de la concertación, cuyo cumplimiento garantiza este Mercado; las sociedades y agentes de bolsa deberán incluir como mínimo en sus boletos, libro copiador de boletos o registro de operaciones, los datos como:

- a) Identificación del comitente
- b) Compra contado con Venta a Plazo o Venta Contado con Compra a Plazo
- c) Moneda de liquidación
- d) Valorización contado y a plazo de los títulos
- e) Contraparte
- f) Fecha de concertación y vencimiento de la operación
- g) Aranceles, derechos

RESOLUCIÓN del MAE “R” 24 del 07/09/2005

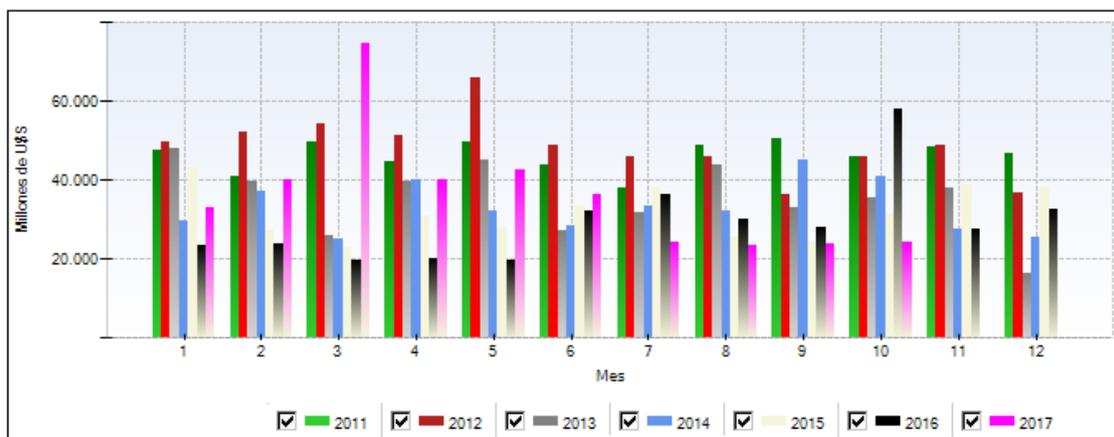
Se publica y entra en vigencia, dando respuesta y poniendo en consideración el pedido que realiza el Banco Central solicitando la ampliación de los horarios de cierre de la rueda REPO, por lo que el Directorio del Mercado Abierto Electrónico resuelve flexibilizarlo.

Como se ha podido observar han sido varias las leyes, decretos, circulares, resoluciones y comunicados que se pueden nombrar y que están estrechamente relacionados con el funcionamiento y regulación de las operaciones REPO, seguramente existen otras más que siguen aportando a la explicación de esta herramienta de financiación; también se destaca que estas en su mayoría están dirigidos a las entidades financieras pero no por esto se puede decir que una empresa no Financiera no podría operar con Repos, ya que si están habilitados y lo pueden hacer a través de un Agente, siempre que tenga cuenta abierta en Caja de Valores (cuenta comitente donde se encuentran depositados los títulos).

3.5.6. Volúmenes negociados para el mercado de Renta fija – REPO

En caso de Argentina estos son los volúmenes negociados en los últimos (7) siete años en los cuales se puede observar su evolución comparativa tanto de forma mensual como anual.

Grafico N° III: Evolución mensual comparativa mes a mes a partir del 2011 hasta 2017



Fuente: Pagina del MAE- Modulo estadísticas

Grafico N° IV: Evolucion anual a partir del 2011 con el monto de negociaciones



Fuente: Pagina del MAE- Modulo estadísticas

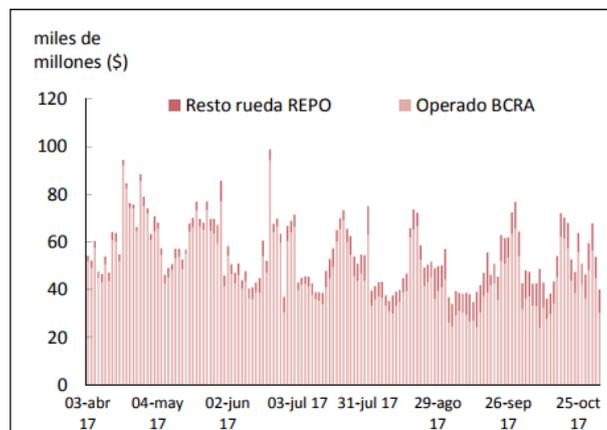
Luego de observar el comportamiento de la cantidad de volúmenes transados, se puede observar que durante los seis primeros años hubo un crecimiento, pero a partir del año 2013 se presentó una desaceleración de estas operaciones; este comportamiento se puede haber dado luego de la modificación de la Carta Orgánica del BCRA en año de 2012, en la cual dotó a la autoridad monetaria de una mayor capacidad para regular el crédito y las tasas de interés, con el objeto de mejorar las condiciones de financiamiento de la actividad económica, estableciendo límites a ciertas tasas de interés, fijando máximos a las aplicadas a determinadas líneas de préstamos y mínimos a las pagadas por algunos tipos de depósitos; considerando que los pases activos y pasivos del Banco Central funcionan como facilidades permanentes, lo que significa que los bancos que se encuentran con más liquidez de la que desean mantener, y no consiguieron colocarla en

el mercado o menos liquidez de la que querrían y no consiguieron tomarla en el mercado, sobre el final de la rueda de cada día pueden realizar un pase pasivo o activo con el Banco Central.

Cabe destacar que el BCRA ha mantenido una política antiinflacionaria desde diciembre de 2015 instrumentándola a través de una tasa de interés de política monetaria, la cual cambió en enero de 2017 y pasó a ser el centro del corredor de sus pases a 7 días, en reemplazo de la de las LEBAC a 35 días de plazo; se puede pensar que al alinear las tasas de interés de los pases con la estructura de las tasas de interés del mercado, el Banco Central busca limitar la volatilidad de las tasas de interés del mercado interfinanciero ante cambios en los niveles de liquidez de corto plazo en las entidades, procurando así profundizar la estabilidad financiera. Si bien no ha finalizado el periodo 2017 se puede ver una evolución frente al año anterior.

En cuanto a las operaciones de la Rueda repo según el informe diario publicado por el BCRA, indica que en la mayoría son operaciones realizadas por esta entidad, representando un 75% del total de la rueda y el 25% restante son pases entre terceros.

Gráfico N° V: Participación operado en Rueda REPO



Fuente: BCRA informe diario de pases

4. CONCLUSIONES

Algunas conclusiones del diagnóstico derivadas de la experiencia sobre el mercado de REPOS en países de la misma región, están relacionadas con la liquidez que tienen estos mercados, los cuales son operaciones empleadas con frecuencia por intermediarios financieros y bancos centrales con el fin de administrar liquidez, cubrir necesidades de efectivo o satisfacer la demanda de ciertos valores. Por estas razones, estas operaciones pueden condicionar o potenciar el dinamismo futuro de los mercados financieros en países Latinoamericanos y de la región. A través de los últimos años se han observado importantes avances regulatorios, operativos y de mercado, comenzando a ser atractivos para intermediarios financieros y dejando de ser poco a poco mercados exclusivos de las autoridades monetarias y bancos centrales. Sin embargo, las operaciones de estos dos países en su mayoría los REPOS gubernamentales aún constituyen una proporción muy significativa.

Lo que respecta al estudio y revisión del caso presentado en Colombia, se obtienen que la liquidación de una empresa con un porcentaje importante de participación como la que tenía esta comisionista, representa un gran riesgo para una economía, por lo que para este caso sería bueno traer el concepto de diversificación del riesgo, que si bien es un concepto que se utiliza a la hora de estructurar un portafolio de inversión, es válido traerlo como reflexión, indicando que no es conveniente concentrar todo en una sola empresa o negocio ya que se pone en riesgo la evolución y destino en este caso de un mercado como fue el de los REPOS.

El caso de InterBolsa, más allá del descalabro financiero, pone sobre la mesa la discusión de la importancia de las juntas directivas y de la responsabilidad de los altos mandos, ya que son cada vez más común las disculpas por parte de estos actores sobre hechos similares, expresando sorpresa y desconocimiento de decisiones que no fueron consultadas y que fueron tomadas a sus espaldas; respuestas que no puede seguir siendo el justificativo de muchos empresarios e incluso autoridades que seguramente tiene responsabilidad y estuvieron involucrados en hechos de malos manejos, que finalmente lo único que indican es su falta de control y vigilancia en sus cargos o asignaciones profesionales. Está claro que estos personajes no pueden desprenderse de la responsabilidad y lavarse las manos y salir en su mayoría librados de condenas y castigos severos, cuando sobre sus acciones pesa la quiebra de compañías, que a su vez arrastra a cientos e incluso se puede decir miles de personas perjudicadas, entre los que se encuentran inversionistas, ahorradores, empleados y sociedad en general. Por lo que surge el interrogante ¿sino es la junta directiva de una empresa la responsable de medir y aconsejar sobre el riesgo que puede tomar la alta gerencia, entonces, quienes serían los encargados? Esa pregunta la debería conocer una persona que es elegida o que se presenta como candidato para ejercer un cargo en una junta directiva, por lo que son ellos los directos responsables de las actuaciones de los directivos.

Si bien en esta situación, la intervención por parte de la entidad encargada de ejercer el control fue oportuna y con la cual pudo tomar las acciones necesarias para contrarrestar las consecuencias, no debería ser acciones que deban hacer estas entidades si

verdaderamente se encargaran de realizar los controles y fiscalizaciones más arduas, reduciendo las posibilidades para las empresas que quieran tomar decisiones que están fuera de la ley. Por lo que este caso debe servir como ejemplo para que situaciones como estas no vuelva a ocurrir y otras empresas no tengan que pasar por momentos tan complicados como los que paso InterBolsa; para esto se hace necesario revisar la manera cómo funcionan los gobiernos corporativos de las empresas que tienen impacto en el sistema financiero. Aún más cuando hechos como estos ponen en la lupa el mercado de toda una región, haciendo más difícil el camino que deben emprender las empresas latinoamericanas para acceder al mercado extranjero, como por ejemplo el mercado estadounidense a través de los ADRs, ya que lo que más exigen las autoridades de la SEC⁴⁷ es la transparencia e integridad de los gobiernos corporativos y la alta gerencia. Por lo que es importante conocer que están haciendo las autoridades encargadas del control y supervisión de cada uno de los países para fortalecer y exigir que las justas, gerencia, presidencia y demás cargos de los altos mandos, estén realmente bien estructurados y definidos bajo un buen código de gobierno corporativo, pero sobre todo llevado a la práctica, dejando en claro que esto no puede ser un simple documento que se elabore para cumplir con un requisito más para acceder al mercado.

En el caso de Argentina no existe un documento único que recoge y permite conocer los lineamientos de como operar con estos instrumentos; para una persona que por primera vez quisiera conocer sobre el tema e incluso estuviera interesada en empezar a operar a través de los REPOS, inicialmente requiere de dedicar un tiempo considerable para obtener la mayoría de información para entender con detalle el funcionamiento y operatoria de este instrumento, teniendo que recurrir a diferentes agentes del mercado que desde su posición y función en el mercado, tienen algún aporte sobre el instrumento de estudio, por lo que durante ese recorrido se encontrara con documentos además de realizar la explicación en su mayoría hacen referencia a otros comunicados, leyes, modificaciones, derogaciones, haciendo además de extensa su lectura, dificultando su comprensión. Contar con la certeza que se ha leído y entendido todo lo relacionado con el tema, es fundamental al momento de tomar una decisión frente a qué tipo de inversión o que instrumento de financiamiento optar. Por lo que ese trabajo previo que hacen las personas y empresas es lo que finalmente encamina a tomar una posición conservadora, postergando o incluso descartando la posibilidad de incursionar con algo nuevo, incluso cuando estas pueden tener la flexibilidad o los retornos que los comúnmente utilizados pueden dar. Todo esto se traduce en que se puede llegar juzgar de manera inapropiada a estas operaciones creyendo incluso que son demasiado riesgosas, cuando en la realidad, el hecho de recibir títulos como garantía mientras esta en vigencia el contrato es una de las ventajas que tienen sobre herramientas convencionales.

Y por último, si bien no existe restricción alguna para que entidades no financieras hagan uso de esta herramienta y sabiendo que lo pueden hacer a través de un Agente y contando con una cuenta abierta en la Caja de Valores (cuenta comitente donde se encuentran depositados los títulos), las operaciones que se registran son realizadas en su mayoría por entidades financieras, son estas las que hacen uso de esta herramienta para obtener liquidez a corto plazo e incluso poner el dinero excedente de caja en operaciones REPO. A partir de esto, surge el interés para que otras investigaciones puedan seguir desarrollando el tema, en especial uno que permita identificar y

⁴⁷ SEC, Securities and Exchange Commission de Estados Unidos, es la agencia federal encargada de la supervisión de los mercados financieros;

comprender los motivos por los cuales entidades no financieras tienen volúmenes de participación bajos.

Conociendo la importancia que tienen estos instrumentos para las autoridades monetarias de un país y las modificaciones que se dieron a principios de este año en Argentina relacionado con la tasa de referencia, en la cual se deja de tomar a la de las Lebas y se reemplaza por la tasa de pasés; sería interesante abordar una investigación que permita identificar los cambios que se dan sobre el ratio de profundización financiera, el cual es un indicador que se utiliza para medir el grado de desarrollo del sistema financiero de una economía y la efectividad de la política monetaria de un país. Por lo que realizar un comparativo del comportamiento de este índice previo a este cambio y lo que lleva en funcionamiento resultaría de interesante análisis.

5. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Arauzo, I. y Velasco, J. (1995). *Repos y Operaciones Simultáneas: Estudio de la Normativa*. Recuperado de <http://docplayer.es/13943434-Repos-y-operaciones-simultaneas-estudio-de-la-normativa.html>

Bedoya, J. A. Se avecina lluvia de demandas contra el Estado por InterBolsa. (2013 junio 5). *La Republica. Actualidad*. Recuperado de <https://www.larepublica.co/finanzas/se-avecina-lluvia-de-demandas-contra-el-estado-por-InterBolsa-2040087>

Bank for International Settlements (Banco de acuerdos internacionales) (1999). *Implications of repo markets for central banks*. (Implicaciones de los mercados de repos para los bancos centrales) Basilea, Francia. Recuperado de <https://www.bis.org/publ/cgfs10.pdf>

Choudhry, M. (2002). *The REPO (El REPO)*. Butterworth-Heinemann. Recuperado de <https://books.google.com.ar/books?id=hdEfr-Lh-N4C&pg=PA241&lpg=PA241&dq=Bank+for+international+settlements+1999+repos&source=bl&ots=DbmSP34KuH&sig=ISOXtWw0wP9MoOfOAXu4Jr-gOTQ&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwjbnvP0bnUAhUKkpAKHcciCuYQ6AEILTAC#v=onepage&q=Bank%20for%20international%20settlements%201999%20repos&f=false>

Circular N° 3462, Normas Contables, Merval, Buenos Aires, 5 de junio de 2001.

Comisión Nacional de Valores. (2007). *Instituciones del Mercado de Capitales Educación Mercado de Capitales*. Recuperado de <http://www.cnv.gob.ar/EducacionBursatil/versionpdf/InstitucionesdelMercadodeCapitales.pdf>

Clavijo, S., Zuluaga A. y Malgon D. (Diciembre 2012). *Las operaciones repo: su papel en la profundización financiera*. *Revista ENFOQUE: Mercado de Capitales*, (68), 1-2 ISSN 1909-0137 Recuperado de https://www.deceval.com.co/portal/page/portal/Home/Gestion_Corporativa/informe_de_investigacion/2012/Enfoque%2068-12.pdf

Comunicación "A" 1465, Operaciones de intermediación con títulos valores públicos nacionales y correlación de activos y pasivos en australes y en moneda extranjera, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 23 de junio de 1989.

Comunicación "A" 2275, Operaciones de intermediación con títulos valores y con moneda extranjera, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 28 de noviembre de 1994.

Comunicación "A" 3053, Garantías por intermediación en operaciones entre terceros. Texto ordenado, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 23 de diciembre de 1999.

Comunicación "A" 4143, Operaciones de regulación monetaria. Participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de Lebac y secundarios de compra/venta de Lebac y Nobac, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 21 de mayo de 2004.

Comunicación "A" 4508, Operaciones de regulación monetaria y cambiaria. Participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de Títulos Públicos del Gobierno Nacional, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 10 de marzo de 2006.

Comunicación "A" 6305, circular, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 25 de agosto de 2017.

Comunicación "A" 4806, Operaciones de regulación monetaria y cambiaria. Participación del Banco Central en los mercados de pases activos en dólares estadounidenses con aplicación de Títulos emitidos por el Banco Central, por el Gobierno Nacional y Bogar, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 29 de mayo de 2008.

Comunicación "B" 9281, Operaciones de pases activos a tasa fija y tasa variable, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 09 de junio de 2008.

Comunicación "B" 9378, Instrumentos de liquidez, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 17 de Octubre de 2008.

Comunicación "A" 4856, Operaciones de regulación monetaria. Participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de Lebac, Nobac y Títulos Públicos, Operaciones de regulación monetaria. Participación del Banco Central en los mercados de pases con aplicación de Lebac, Nobac y Títulos Públicos, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 28 de octubre de 2008.

Comunicación "B" 9404, Instrumentos de liquidez. Modificación del Pto. 3 de la Com. "B" 9378, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 13 de noviembre de 2008.

Comunicación "A" 5740, Actualización de disposiciones y textos ordenados, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 15 de abril de 2015.

Comunicación "A" 6095, Operaciones de regulación monetaria. Participación del BCRA en los mercados de pases con aplicación de Lebac, Nobac y Títulos Públicos. Oferta de pases activos y pasivos en pesos a tasa fija a 1 y 7 días de plazo sin límite de monto predeterminado, Banco Central de la República Argentina, Argentina, 07 de noviembre de 2016.

Decreto 677, Régimen de Transparencia de la Oferta Pública, Comisión Nacional de Valores, Buenos Aires, 22 de mayo 2001.

Decreto 405, Diario oficial 44358, 16 de marzo de 2001.

Decreto 1782, Diario Oficial 44537, Bogotá, D.C., 31 de Agosto de 2001.

Decreto 4708, Diario Oficial 46134, Bogotá, D.C., 26 de diciembre de 2005.

Decreto 4432, Diario Oficial 46479, 11 de diciembre de 2006.

Decreto Único 2555, Diario Oficial 47771, Bogotá, D.C, Bogotá D.C., 15 de julio de 2010.

Decreto 2878, Diario Oficial 49001 de Colombia, Bogotá D.C., 11 de Diciembre de 2013.

Donadio, A. (2013). *El Cartel de InterBolsa: Crónica de una Estafa Financiera*. Medellín: Sílabo.

Efectos del descalabro en la economía aún están por verse. (2013 enero 5). *La Republica. Actualidad*. Recuperado de <https://www.larepublica.co/archivo/efectos-del-descalabro-en-la-economia-aun-estan-por-verse-2028581>

El descalabro que partió en dos la historia de las comisionistas. (2012 diciembre 17). *La Republica*. Recuperado de <https://www.larepublica.co/archivo/el-descalabro-que-partio-en-dos-la-historia-de-las-comisionistas-2027950>

Erpen, M. y José F. (2011). *Mercado de Capitales: Manual para no especialistas* 2a ed. Buenos Aires: Temas.

Hernández, S. Cinco triangulaciones de dinero en InterBolsa. (2014 abril 24). *El Espectador. Judicial*. Recuperado de <https://www.elespectador.com/noticias/judicial/cinco-triangulaciones-de-dinero-InterBolsa-articulo-488759>

InterBolsa, ante jueces. (2013 junio 24). *El Espectador. Judicial*. Recuperado de <https://www.elespectador.com/noticias/judicial/InterBolsa-jueces-articulo-429836>

InterBolsa: qué hay detrás. (2012 octubre 11). *Semana. Tendencias*, Recuperado de <http://www.semana.com/nacion/articulo/InterBolsa-que-detras/267678-3>

La verdad sobre la comisionista InterBolsa. (2012, marzo 13). *Semana. Mercado*. Recuperado de <http://www.semana.com/nacion/articulo/la-verdad-sobre-comisionista-InterBolsa/267355-3>

La propiedad de Fabricato se atomizaría en 308 accionistas. (2013 enero 28). *La vanguardia*. Recuperado de <http://www.vanguardia.com/actualidad/colombia/193429-la-propiedad-de-fabricato-se-atomizaria-en-308-accionistas>

LEY N° 21.526, Reformas en el sistema financiero, Buenos Aires, 14 de febrero de 1977.

Martínez, C. (2002). *Operaciones Repo. Operaciones de venta con pacto de recompra REPO*. Bogotá, Colombia: Usta. Recuperado de <https://books.google.com.ar/books?id=tsWu4tA4lzsC&pg=PA20&lpg=PA20&dq=Operaciones+Repo.+Operaciones+de+venta+con+pacto+de+recompra+REPO.&source=bl&ots=W6lrf1DtrV&sig=OfO5G5SCIVby875rDaczOk8awtU&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwjX98HCtsLXAhUCiZAKHVbQCVYQ6AEIYZAL#v=onepage&q=Operaciones%20Repo.%20Operaciones%20de%20venta%20con%20pacto%20de%20recompra%20REPO.&f=false>

Mayorga, D. Fabricato, activo contradictorio. (2013 Junio 24). *El Espectador. Economía*. Recuperado de <https://www.elespectador.com/noticias/economia/fabricato-activo-contradictorio-articulo-429835>

Molina, J. Fabricato perderá en liquidación de InterBolsa. (2013 enero 5). *La Republica. Actualidad*. Recuperado de <https://www.larepublica.co/empresas/fabricato-perdida-en-liquidacion-de-InterBolsa-2028579>

Qué es la "tasa de pases" que reemplazará como referencia a las Lebac. (2016 diciembre 29). *El cronista*. Recuperado de <https://www.cronista.com/finanzasmercados/Que-es-la-tasa-de-pases-que-reemplazara-como-referencia-a-las-Lebac-20161228-0094.html>

Ramírez, C. Cancelan registro de la acción de InterBolsa en el mercado. (2013 enero 18). *La Republica. Actualidad*. Recuperado de <https://www.larepublica.co/archivo/cancelan-registro-de-la-accion-de-InterBolsa-en-el-mercado-2029602>

Ramírez, C. Los errores que cometió Mauricio Infante al frente de la SAI de InterBolsa. (2013 enero 19). *La Republica. Actualidad*. Recuperado de <https://www.larepublica.co/archivo/los-errores-que-cometio-mauricio-infante-al-frente-de-la-sai-de-InterBolsa-2029632>

Resolución "R" 24, Horario Operaciones de Rueda REPO, Mercado Abierto Electrónico S.A., Buenos Aires, 07 de noviembre de 2005.

Sarmiento, E. Las argucias de InterBolsa. (2013 mayo 19). *El Espectador. Opinión*. Recuperado de <https://www.elespectador.com/opinion/las-argucias-de-InterBolsa-columna-422826>

Shaw, C. y Borneo, E. (1997). Cap. IX: El reporte (pase). *Manual para operaciones bancarias y financieras* (4ta ed.) (pp.327-332). Buenos Aires: Abeledo-Perrot.

Verchik, A. (1993). *Mercado de Capitales*, segunda parte, Buenos Aires: Macchi

Velázquez, A. (2007). Condiciones para el Desarrollo del Mercado de Reporto y Préstamo de Valores. Recuperado de <https://www.upaep.mx/micrositios/investigacion/CIIE/assets/docs/doc00005.pdf>

10 preguntas y respuestas sobre el escándalo. (2012 diciembre 17). *La Republica. Actualidad*. Recuperado de <https://www.larepublica.co/archivo/10-preguntas-y-respuestas-sobre-el-escandalo-2027953>

6. SOPORTE ELECTRÓNICO (C.D.)