

**ASOCIACIÓN DE COMISIONISTAS DE BOLSA DE COLOMBIA
ASOBOLSA**

**CUENTAS DE MARGEN EN EL MERCADO COLOMBIANO:
DOCUMENTO DE ESTUDIO PARA UNA PROPUESTA NORMATIVA**

Bogotá D.C.
27 de septiembre de 2017

**CUENTAS DE MARGEN EN EL MERCADO COLOMBIANO:
DOCUMENTO DE ESTUDIO PARA UNA PROPUESTA NORMATIVA**

Asociación de Comisionistas de Bolsa de Colombia

I. INTRODUCCIÓN

Las cuentas de margen son un vehículo que le permite a un inversionista aumentar el monto de sus posiciones más allá de los recursos de los que dispone para invertir. En tal sentido, las cuentas de margen son una manifestación del fenómeno del apalancamiento en el mercado de valores, y se instrumentan mediante un contrato marco que permite a los inversionistas estructurar sus negocios a partir de unos recursos que funcionan como margen inicial y a través de un intermediario que gestiona el fondeo adicional de las operaciones.

A nivel global, el *trading* en el margen es un mecanismo que se utiliza en la mayor parte de los mercados internacionales, pero las regulaciones internas de estas operaciones pueden variar según la operatividad del fondeo que se le otorga al inversionista, lo que da lugar a la existencia de productos semejantes pero con ciertas diferencias. Típicamente, este mecanismo permite a un inversionista apalancar sus posiciones a través de un intermediario que compromete sus recursos como forma de fondear las operaciones ordenadas por el inversionista,¹ pero existen algunas jurisdicciones en las que el fondeo necesario se obtiene mediante la realización de operaciones de liquidez sobre los valores que ingresan a la cuenta del cliente.

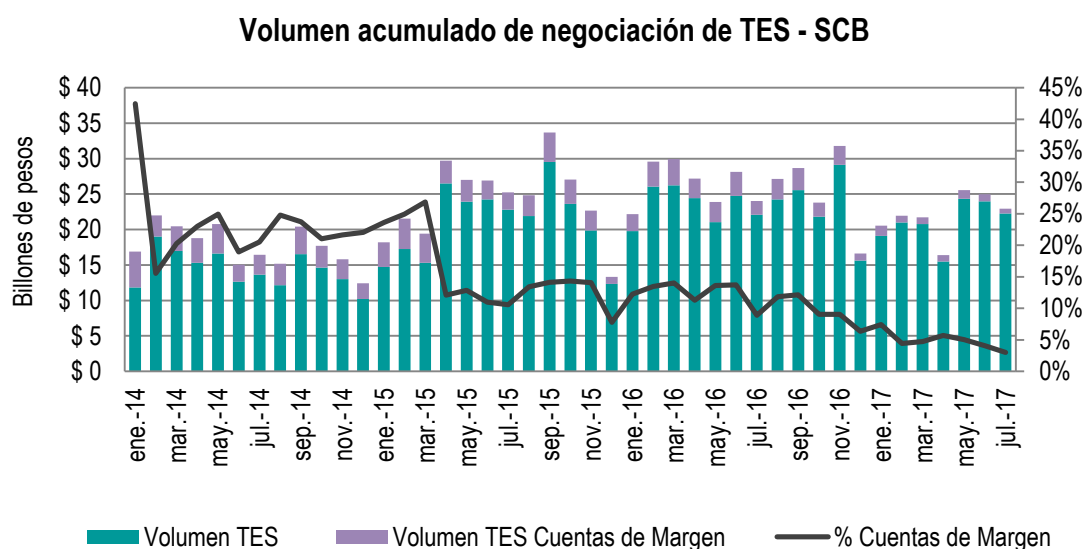
Bajo un esquema mixto,² la normativa colombiana regula las operaciones de cuentas de margen como un contrato que rige una serie de operaciones futuras para permitir una inversión apalancada por parte del cliente. La regulación vigente se encuentra en el Título 1 del Libro 33 de la Parte 2 del Decreto 2555 de 2010, el cual incorporó el texto del Decreto 666 de 2007. Adicionalmente, debe tenerse en cuenta que dicho marco regulatorio otorgó a la Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante SFC) la potestad de instruir el funcionamiento de las operaciones de cuentas de margen y, actualmente, estas instrucciones están contenidas en el capítulo XXIV de la Circular Básica Contable y Financiera de la SFC.

¹Este es el caso de Estados Unidos y la Unión Europea, entre otros. En estos mercados, además del margen otorgado por el inversionista, el intermediario provee los recursos adicionales necesarios para cumplir la operación ordenada, lo cual permite al inversionista apalancar su posición. Al respecto ver la Sección §220 del Capítulo II del Título XII del Código de Regulaciones Federales de Estados Unidos, entre otros.

² Al respecto ver los artículos 2.33.1.1.1 y 2.33.1.4.1 del Decreto 2555 de 2010.

En el mercado colombiano, las cuentas de margen son un producto con varias potencialidades para el desarrollo económico del sector bursátil. En efecto, este mecanismo de inversión ofrece a los clientes la posibilidad de acceder a posiciones por montos relevantes con niveles de margen accesibles, lo que denota rendimientos atractivos con base en el apalancamiento del producto. Muestra de la potencialidad de este producto es su participación en la demanda de deuda soberana, pues los clientes de cuentas de margen representan una parte importante del mayoreo de deuda y, en tal sentido, se han consolidado como jugadores relevantes que inyectan liquidez a las diferentes referencias de los Títulos de Tesorería: TES. Así, entre enero de 2014 y julio de 2017 las cuentas de margen han movilizado un promedio mensual del 15,82% del volumen de TES negociado y transado por Sociedades Comisionistas de Bolsa (en adelante SCB), lo que corresponde a un monto cercano a los \$2,88 billones de pesos. A continuación se presenta un gráfico con los volúmenes de TES negociados por SCB, y el porcentaje de dichos volúmenes que corresponde a cuentas de margen:

Gráfico 1



Fuente: BVC y SCB
Cálculos: Asobolsa

Ahora bien, a pesar de la importancia de las cuentas de margen, la regulación vigente ha mostrado estar desactualizada frente a las coyunturas del mercado, lo que ha generado que éste producto se vuelva poco atractivo a pesar de su impacto positivo en términos de liquidez. De hecho, la actual regulación fue expedida en un momento en el cual se buscaba privilegiar el desarrollo de los sistemas transaccionales bajo la premisa de que ello beneficiaría el proceso de formación de precios para los activos bursátiles. Sin embargo, estas ideas no resultan ajustadas a la evolución actual del sector, que ha evidenciado el importante crecimiento del mercado mostrador e impone nuevos retos

frente a la necesidad de garantizar el mayor beneficio y seguridad para los inversionistas. Así las cosas, es importante evaluar un posible ajuste a la normatividad que rige las cuentas de margen con el fin de permitir que este producto se siga desarrollando positivamente, pues con ello se puede generar un beneficio para todo el mercado.

En este contexto, el presente documento tiene por objetivo proponer una actualización a la regulación de las cuentas de margen para promover el desarrollo de este producto y generar una mayor liquidez para todo el mercado bursátil. La propuesta plantea una serie de modificaciones a la regulación vigente, principalmente en 3 puntos esenciales: i) la posibilidad de realizar operaciones correspondientes a cuentas de margen en el mercado mostrador bajo la obligación de llevar las operaciones al sistema de registro; ii) incluir valores de deuda privada en el listado de valores autorizados para las cuentas de margen; y iii) replantear la destinación del margen inicial otorgado por el cliente. Para desarrollar esto, el texto inicia con una descripción del producto y su estado actual, y posteriormente se divide en acápite que profundizan cada uno de los puntos enunciados en el orden propuesto. En cada punto se planteará la modificación normativa propuesta y las razones que la fundamentan.

II. CUENTAS DE MARGEN: EL PRODUCTO Y SU ESTADO ACTUAL

De acuerdo con lo dispuesto en el artículo 2.33.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010, las cuentas de margen son “contratos celebrados para realizar operaciones de contado de compraventa de valores, por cuenta de un cliente, por montos superiores a los recursos aportados por este”. Un correcto entendimiento de este producto parte por reconocer que el contrato no implica una transacción bursátil en concreto, sino la apertura de una cuenta para realizar varias operaciones de compraventa de contado. Ahora bien, según lo indicado en el artículo 2.33.1.2.1 del mismo Decreto, la apertura de la cuenta se realiza mediante el aporte de un margen inicial, es decir una “suma de dinero que la sociedad autorizada tiene por cuenta de un cliente, como respaldo patrimonial, específico y exclusivo, para la realización y la liquidación de las operaciones correspondientes a la cuenta de margen respectiva”.

Por supuesto, el valor del margen otorgado por el inversionista es menor al valor de las operaciones de compraventa que pueden realizarse desde su cuenta de margen, y precisamente por esta razón este producto se considera un vehículo de inversión apalancada. En este sentido, la regulación contempla que el fondeo adicional necesario para realizar una compraventa por encima del valor del margen debe obtenerse a partir de “los recursos o valores obtenidos mediante la liquidación de una operación de compraventa de valores, reporto o repo, simultánea o transferencia temporal de valores”. Así las cosas, es posible concluir que, a diferencia del estándar internacional tratándose de

trading en el margen, en Colombia las cuentas de margen no implican una relación de crédito entre el inversionista y el intermediario; por el contrario, el inversionista obtiene su fondeo a partir de operaciones de liquidez sobre los valores que hacen parte del portafolio de su cuenta.

En este contexto, es claro que la regulación de las cuentas de margen concibe este vehículo como un contrato en el cual el intermediario opera por cuenta de un cliente, quien es el llamado a asumir los riesgos de apalancar su inversión mediante operaciones de liquidez en el mercado. Sin embargo, el artículo 2.33.1.4.1 establece que el intermediario “deberá cubrir, con recursos propios, el monto faltante para atender oportunamente las obligaciones que se generen como consecuencia de la realización de operaciones correspondientes a cuentas de margen, cuando los recursos aportados por los clientes sean insuficientes para ello”. Esto quiere decir que, pesar que la función de apalancamiento del producto se alimenta de la liquidez del mercado, la sociedad intermediaria conserva una responsabilidad subsidiaria para garantizar el cumplimiento de las operaciones iniciadas bajo una cuenta de margen, lo cual justifica que a nivel regulatorio se faculte a los intermediarios de forma genérica para mantener abiertas las posiciones de los clientes.

Así las cosas, la operatividad de las cuentas de margen para el caso de posiciones en largo implica que el intermediario recibe una orden de compra por encima del valor del margen, gestiona el fondeo para el cumplimiento de la compra mediante operaciones de liquidez sobre los valores que ingresan a la cuenta, y en caso de que los recursos agregados no sean suficientes para el cumplimiento de la compra, podría comprometer sus propios recursos para el efecto. Por esta razón, la regulación faculta a las sociedades intermediarias para exigir un aporte adicional de recursos cuando las posiciones abiertas del inversionista registren pérdidas flotantes que ponen en riesgo el cumplimiento de las operaciones. Esta faculta es denominada “llamado al margen”, y según el artículo 2.33.1.2.3 del Decreto 2555, tiene lugar cuando

[...] el valor del margen calculado teniendo en cuenta las pérdidas o ganancias que resultarían en el evento de cierre de las posiciones del cliente, sea inferior a una suma igual al cincuenta por ciento (50%) del margen que se requeriría para tomar una posición equivalente a la que se tiene por cuenta del respectivo cliente.

De tal forma, a pesar de que el margen inicial debe calcularse sobre el valor de la orden de compraventa primaria, el intermediario debe operar la orden y las operaciones de liquidez relacionadas recalculando el valor de las posiciones abiertas para garantizar que el valor del margen no resulte irrisorio frente a la posición asumida a partir del apalancamiento. Como garantía adicional, cuando el inversionista no atiende el llamado al margen, la sociedad intermediaria debe liquidar las posiciones abiertas valiéndose de los valores y el margen que pertenecen a la cuenta, según lo dispone la parte final del inciso 4 del artículo 2.33.1.2.3 del Decreto 2555.

Bajo el anterior marco conceptual, es posible afirmar que las cuentas de margen, vistas como contrato marco que regula la apertura de una cuenta para realizar compraventas *spot*, son un vehículo que debe alimentarse de la regulación especial de los valores que pueden transarse bajo su vigencia. Así las cosas, no existen razones para que la regulación de cuentas de margen limite la operatividad de las transacciones que pueden hacerse bajo dicho contrato. Por el contrario, esta regulación debe concentrarse en mitigar los posibles riesgos que se generan con el apalancamiento, lo cual, en nuestro concepto, ya está cubierto con las normas vigentes. En efecto, la existencia del mecanismo de llamado al margen, de la mano con los requisitos exigidos a las sociedades autorizadas para ofrecer este tipo de producto, y junto al régimen prudencial del Capítulo 5 del Título 1 del Libro 33 de la Parte 2 del Decreto 2555, son previsiones normativas que hacen de las cuentas de margen un producto con riesgos bien identificados y cubiertos.

Sin embargo, la regulación vigente limita inadecuadamente el tipo de operaciones que pueden realizarse bajo una cuenta de margen, aun cuando dichas limitaciones no resultan ser idóneas para dar más seguridad al producto. Por ejemplo, actualmente todas las operaciones correspondientes a cuentas de margen no pueden realizarse en el mercado mostrador, y tampoco es permitido que se realicen operaciones sobre deuda privada. Estos problemas de la regulación han motivado la intervención de los órganos de vigilancia, que a pesar de fundamentar sus actuaciones en lo estrictamente señalado en las normas, han impactado negativamente el desarrollo de las cuentas de margen y con ello han afectado la liquidez y profundidad del mercado. Por esta razón, el sector se ha propuesto impulsar los cambios normativos que a continuación se desarrollan, bajo la total convicción de que ellos se ajustan al espíritu de la regulación prudencial y permitirían mejorar en alguna medida la situación actual del mercado.

III. SOBRE LA POSIBILIDAD DE REALIZAR OPERACIONES CORRESPONDIENTES A CUENTAS DE MARGEN EN EL MERCADO MOSTRADOR BAJO LA OBLIGACIÓN DE LLEVARLAS AL SISTEMA DE REGISTRO

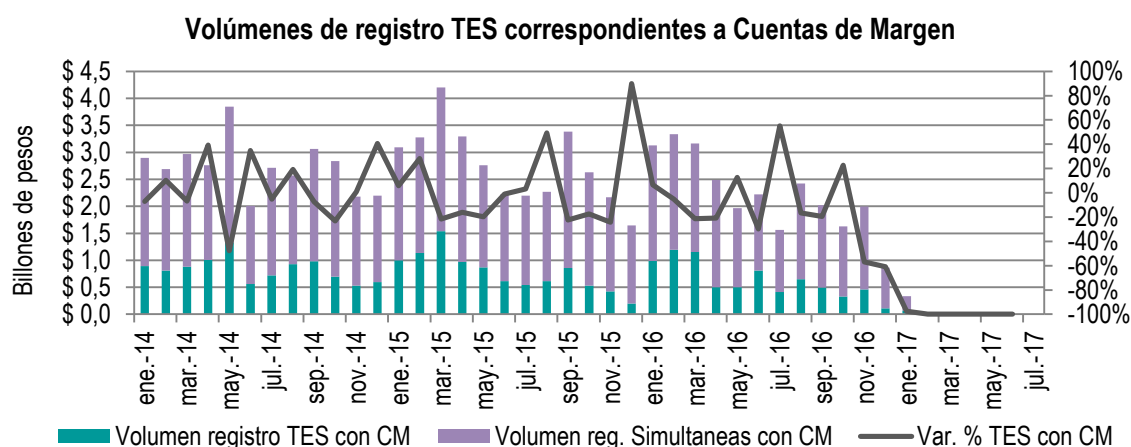
Actualmente, el parágrafo 2 del artículo 2.33.1.1.1 del Decreto 2555 de 2010 restringe las operaciones que se realizan en el marco de una cuenta de margen al exigir que todas estas se realicen en los sistemas de negociación autorizados por la SFC. En efecto, el parágrafo en mención indica:

Parágrafo 2. Las operaciones correspondientes a cuentas de margen sólo podrán realizarse a través de sistemas de negociación de valores autorizados por la Superintendencia Financiera de Colombia.

Esta limitación restringe la realización de operaciones que por su regulación especial podrían realizarse en el *Over The Counter* (en adelante OTC) y llevarse a registro, pero que en el marco de una cuenta de margen deben llevarse a cabo en los sistemas transaccionales. Frente a esta problemática, una propuesta de modificación que ajustaría el producto a las necesidades actuales sería la eliminación del párrafo transcrito, pues de esta forma se abriría la posibilidad de llevar a cabo las operaciones en el mercado mostrador siempre que la regulación especial de la operación y del inversionista en concreto lo permita. Por supuesto, en este caso es totalmente adecuado exigir que todas las operaciones realizadas en el mercado mostrador se lleven a los módulos de registro, pues de tal forma se garantizaría que estas operaciones contribuyan a los procesos de formación de precios, lo cual es concordante con la regulación vigente frente a la intermediación de valores en el mercado mostrador, contenidas en el Capítulo II del Título II de la Parte III de la Circular Básica Jurídica de la SFC.

A pesar de lo señalado en el párrafo objeto de discusión, hace algunos años una práctica generalizada en el mercado era la realización de operaciones en la modalidad de registro y, posteriormente, esta práctica se abandonó para efectos del cumplimiento del párrafo transcrito. Ahora bien, esta experiencia permitió generar registros que evidencian los impactos de la migración de la modalidad de registro a la modalidad transaccional, lo cual afectó negativamente el volumen de negociación de TES tal como se muestra en el siguiente análisis gráfico:

Gráfico 2

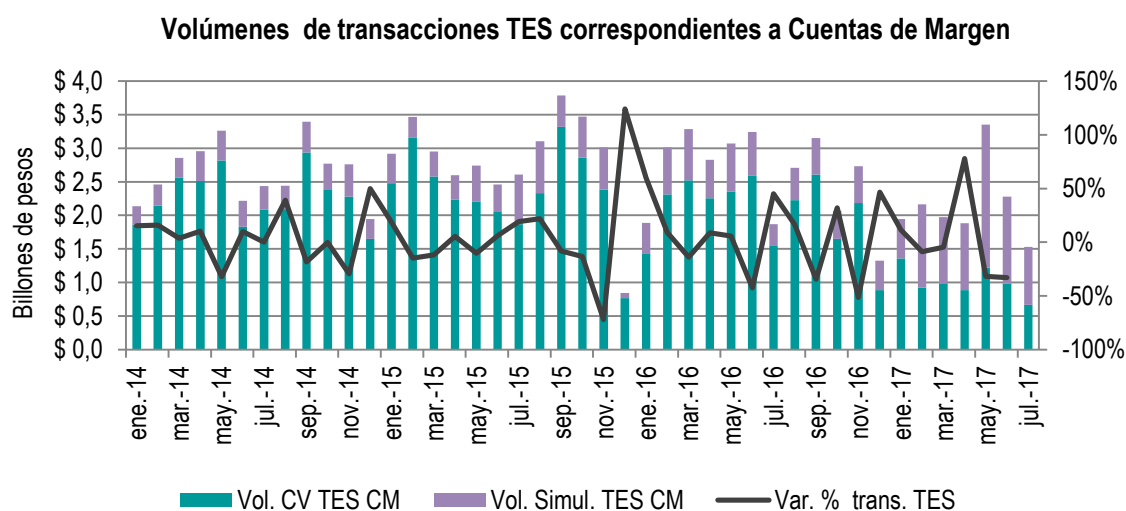


Fuente: BVC.
Cálculos: Asobolsa.

Como puede notarse, el volumen de registro de transacciones sobre TES correspondientes a cuentas de margen cayó drásticamente a finales de 2016 y ha sido nulo desde inicios de 2017. Este movimiento se explica a partir de los ajustes internos que realizaron las SCB para reconciliar su

operación con la regulación del producto. Para evidenciar el alcance de este ajuste, vale la pena analizar el comportamiento paralelo de las operaciones llevadas por el módulo transaccional.

Gráfico 3



Fuente: BVC y SCB
Elaboración: Asobolsa

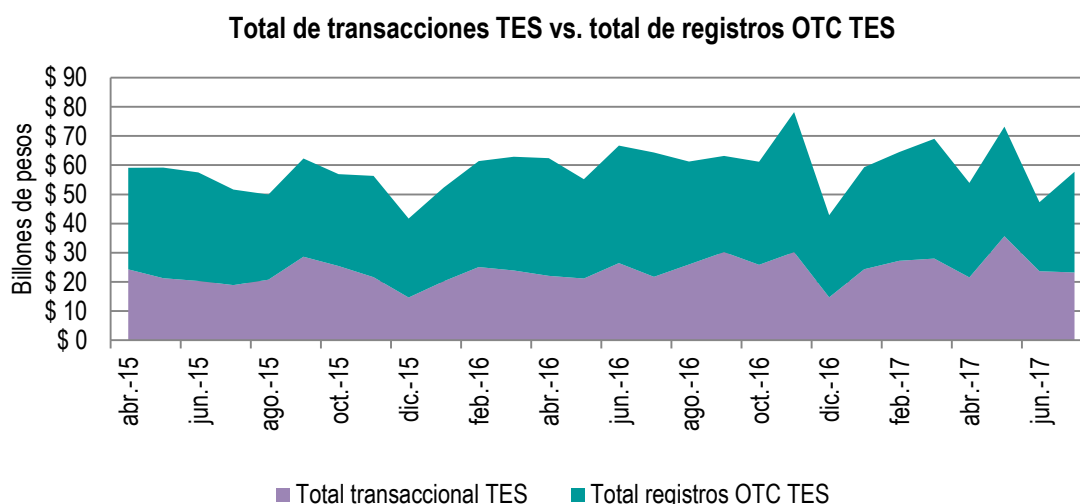
En este caso, el gráfico muestra una variación mucho más volátil desde finales de 2015 y evidencia un leve aumento a finales de 2016. Sin embargo, este aumento de la negociación en sistemas transaccionales no cubre la caída de las operaciones realizadas en modalidad de registro, lo cual pone de presente que el efecto práctico de la aplicación del párrafo controvertido ha sido la reducción del volumen de negociación total de TES y la pérdida de liquidez en el mercado. A su vez, esta caída agregada en el volumen de negociación de deuda pública ha tenido efectos directos en los volúmenes manejados en el programa de creadores de mercado del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, lo cual puede llegar a afectar la estabilidad de la financiación interna del Gobierno Nacional.

Por esta razón, se considera adecuado abrir la posibilidad de que las operaciones correspondientes a cuentas de margen se lleven a cabo en el mercado mostrador y se lleven al sistema de registro.

Además de lo anterior, permitir que las operaciones se lleven a cabo fuera de un sistema transaccional resulta ser una forma de garantizar el mayor beneficio del inversionista, lo cual redundaría en una aplicación del deber legal contenido en el numeral 7 del artículo 7.3.1.1.2. del Decreto 2555 de 2010. En efecto, la negociación de títulos en el mercado mostrador representa más del 50% del volumen total de negociación de TES, lo cual pone de presente que el módulo de

registro es un componente de gran importancia para el proceso de formación de precios de la deuda pública. Para evidenciar lo anterior, en el siguiente gráfico se presenta la comparación entre el volumen de negociación en el módulo transaccional y el de registro:

Gráfico 4



Fuente: BVC
Cálculos: Asobolsa

En estas condiciones, admitir que las operaciones correspondientes a cuentas de margen se realicen en el mercado mostrador permitiría que los intermediarios accedan mejores precios, bien sea a través de la cotización de precios con diferentes contrapartes, o incluso en contra de la posición propia del intermediario. Y este mismo esquema resulta aplicable a las operaciones de repo, simultánea y TTV que se realicen para el fondeo de las cuentas de margen, pues en este caso también es posible que en el mercado mostrador se ofrezcan mejores tasas sobre operación que las del mercado transaccional. Esto permitiría trasladarles unas mejores condiciones a los clientes de este producto, y con la correlativa obligación de llevar a un sistema de registro todas las operaciones que se realicen, el cambio normativo propuesto permitirá una mejor formación de precios y permitiría afrontar la situación de baja liquidez que actualmente enfrenta el mercado.

IV. SOBRE LA INCLUSIÓN DE VALORES DE DEUDA PRIVADA EN EL LISTADO DE VALORES AUTORIZADOS PARA LAS CUENTAS DE MARGEN

De acuerdo al artículo 2.33.1.1.3 del Decreto 2555 de 2010, el criterio básico para establecer los valores autorizados para las cuentas de margen es la liquidez de los mismos. En tal sentido, el artículo mencionado establece que pueden realizarse “operaciones correspondientes a cuentas de margen sobre valores de alta liquidez”, y otorga a la SFC la facultad de definir un listado de valores de cumplan con esta condición. Así, el Aparte 2 del Capítulo XXIV de la Circular Básica Contable y Financiera de la SFC establece:

2. Valores sobre los cuales se autoriza la realización de cuentas de margen

[...]

2.1. Valores de renta fija

Títulos de tesorería TES Clase B con cotización obligatoria en el programa de creadores de mercado con un margen del cinco por ciento (5%).

2.2. Valores de renta variable

Acciones de alta bursatilidad con un margen mínimo de cincuenta por ciento (50%).

[...]

No se encuentran autorizadas operaciones de cuentas de margen sobre otros títulos o valores.

En este contexto, actualmente no es permitido realizar operaciones sobre valores de deuda privada en el marco de una cuenta de margen. En nuestro concepto, esta restricción se fundamenta en el supuesto de que los valores de deuda privada pueden amplificar los riesgos que genera el apalancamiento en las cuentas de margen. Sin embargo, esto es errado en tanto la forma idónea de mitigar dicho riesgo no es cerrar toda posibilidad para que la cuenta de margen se utilice como mecanismo de exposición a valores que pueden llegar a reportar un beneficio significativo. Por el contrario, una forma adecuada de manejar el riesgo que genera el apalancamiento puede ser, precisamente, limitar el apalancamiento permitido según los valores en los cuales se realizan las inversiones, lo que en otras palabras significaría fijar unos niveles de margen especiales para el caso de la deuda privada.

Por supuesto, la liquidez es un criterio de relevancia para regular las cuentas de margen, pues permite generar cierta certidumbre en cuanto a la posibilidad de cerrar las posiciones abiertas que asume el cliente. Sin embargo, existen otros criterios que permiten medir el riesgo de un determinado valor y que podrían ser útiles para evaluar la viabilidad de inversiones en deuda privada bajo un contrato de cuenta de margen. Por ejemplo, un criterio alternativo puede ser la calificación del título, pues una mejor calificación implica una reducción en la probabilidad de pérdida de la inversión y con ello se logra mitigar el riesgo generado por el apalancamiento. Así las cosas, una propuesta de modificación normativa que ajustaría las cuentas de margen al estado actual del mercado sería la inclusión de un criterio complementario a la liquidez que permita a la SFC ampliar el espectro de valores permitidos para este producto. De tal forma, la SFC podría incluir las operaciones sobre deuda privada entre aquellas permitidas para las cuentas de margen, previa definición de las calidades que deben cumplir estos valores y del margen aplicable.

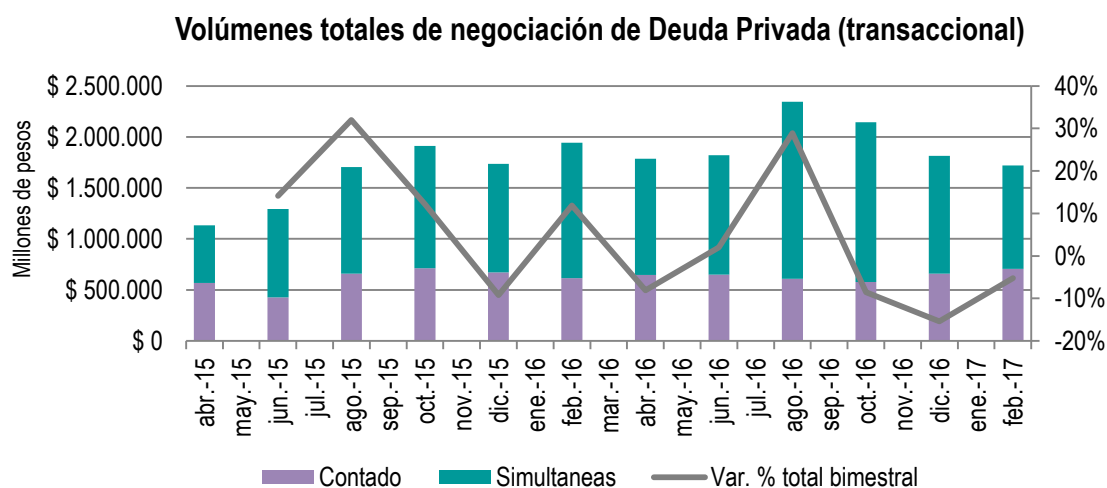
Esta propuesta parte de la idea de que las cuentas de margen son un vehículo totalmente compatible con la negociación de deuda privada. En efecto, las cuentas de margen cuentan con una regulación prudencial que logra acotar los riesgos del producto, y bajo estas circunstancias el tipo de valores autorizados para sus operaciones no afecta la estabilidad del producto. Para estudiar esto con detalle, es interesante recurrir a un ejercicio comparativo de las cuentas de margen, que a pesar de sus particularidades internas, tienen puntos de semejanza con productos como las *margin accounts*, lo que permite agrupar estas dos especies en una categoría amplia de productos apalancados que se basan en la colocación de un margen.

Actualmente, el Aparte 1.7 del Capítulo XXIV de la Circular Básica Contable y Financiera concibe las cuentas de margen como “operaciones de naturaleza especulativa, en las que los riesgos de mercado, de crédito y de liquidez están en cabeza del respectivo cliente”. Por su parte, el Capítulo II del Título XII de la Sección §220 del Código de Regulaciones Federales de Estados Unidos,³ también llamada *Regulation T*, define las *margin accounts* como un producto en el cual el intermediario compromete sus recursos al financiar parcialmente las órdenes del titular de la cuenta. Así las cosas, es claro que la regulación colombiana parece ser más estricta al momento de limitar el riesgo generado por el apalancamiento, pues lo asigna expresamente al cliente y establece que el fondeo debe lograrse a través de operaciones monetarias y no mediante deuda. Sin embargo, la regulación de las *margin accounts*, que abiertamente comprometen los recursos del intermediario, permite las operaciones sobre títulos de deuda corporativa tal como se evidencia en la Sección §220.12 del Capítulo II del Título XII del Código de Regulaciones Federales. Esto pone de presente que no existen razones de peso para prohibir el *trading* en el margen respecto de la deuda privada.

³Code of Federal Regulations

Además de lo expuesto, en el mercado colombiano existen otras razones importantes para permitir la negociación de deuda privada bajo el marco de las cuentas de margen. En este sentido, teniendo en cuenta las dificultades actuales del mercado de deuda privada, es deseable permitir el acceso a jugadores que pueden generar liquidez transitoria en los activos de este mercado. Este es el caso de los inversionistas que operan en cuentas de margen, quienes tal como se mostró anteriormente, han sido protagonistas para generar liquidez en el mercado de TES. Actualmente, el mercado de deuda privada atraviesa varias dificultades debido a la progresiva reducción de sus volúmenes de negociación y de sus índices de rotación. Para desarrollar lo anterior, a continuación se presenta la evolución de los volúmenes de negociación de deuda privada:

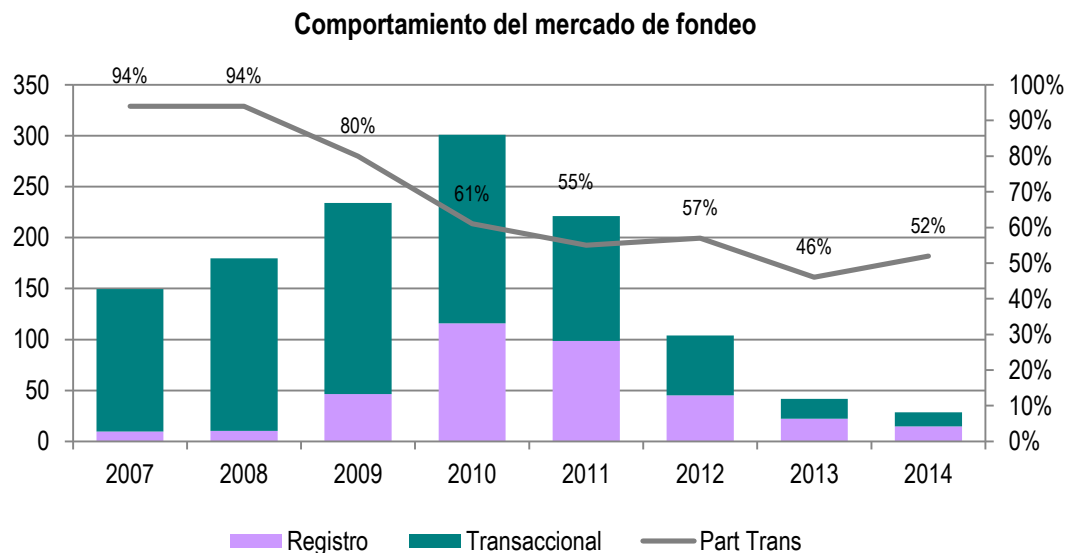
Gráfico 5



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia
Elaboración: Asobolsa

Como puede notarse, la negociación de deuda privada ha disminuido constantemente durante los últimos meses, lo cual dificulta el fondeo de las posiciones de los inversionistas en este mercado. De hecho, esta dificultad ha sido contante durante los últimos años:

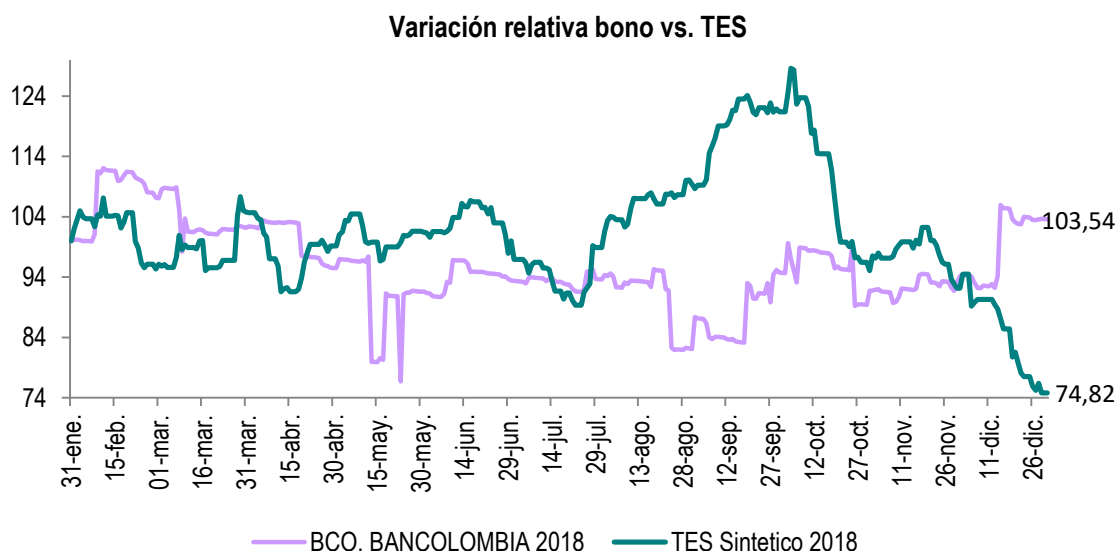
Gráfico6



Fuente: BVC
Cálculos: Asobolsa con base en BVC

En efecto, la tendencia a partir de 2010 ha sido la disminución del volumen del mercado de fondeo, lo cual explica las imperfecciones que se presentan en el mercado secundario en cuanto a la formación de precios para estos activos. Así las cosas, los valores de deuda privada cuentan con poca liquidez, pues su negociación es muy baja en el mercado secundario y terminan dentro de los portafolios de los inversionistas institucionales hasta su vencimiento. Como consecuencia, estos activos muestran grandes problemas para su valoración, e incluso ostentan rezagos frente al movimiento de las curvas de deuda pública local. El siguiente caso concreto ejemplifica la situación descrita:

Gráfico 7



CARACTERISTICAS	TÍTULO
Emisor	BCO. BANCOLOMBIA
Calificación	AAA
Emisión	15-dic-10
Vencimiento	15-dic-18
Tasa	IPC
Cupón	3,89
Periodicidad	TV
Base	365
Tramo	ACTUAL
Outstanding	252.763.000.000
Volumen Negociado 1S	83.176.770.260
Vol Promedio Dia	687.411.324

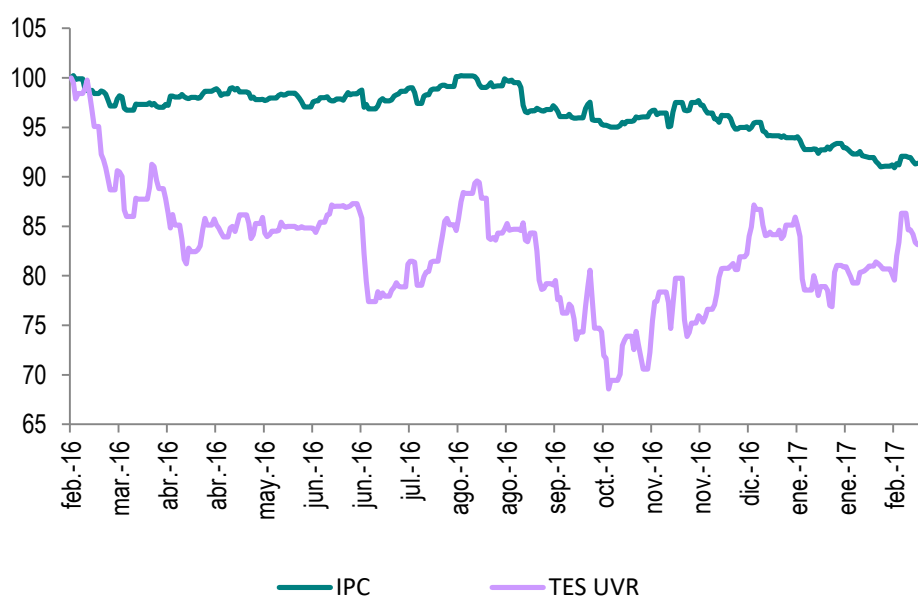
Fuente: SCB con base en Infovalmer
Cálculos: Asobolsa con base en SCB

A partir del diagnóstico presentado, es evidente que todos los agentes del mercado, incluidos los entes reguladores, están llamados a buscar mecanismos para promover la recuperación del mercado de deuda privada. Actualmente, el mercado impone retos complejos en términos de volumen, liquidez y valoración, y desde nuestra perspectiva las cuentas de margen son un producto que podría promover el acceso de inversionistas que generarían liquidez en los activos de este mercado. Así las cosas, incluir los valores de deuda privada en el listado de valores admitidos para las cuentas de margen es una forma de generar un beneficio doble para el mercado, pues se

permitiría el crecimiento de este producto y a la vez se generaría mayor liquidez en el mercado de deuda privada. Además, es importante reiterar que, conceptualmente, las cuentas de margen son totalmente compatibles con la deuda privada, pues este último tipo de valores cuentan con mecanismos de seguimiento que permiten su inclusión para las cuentas de margen. En este sentido, es interesante mencionar que la deuda privada cuenta con una volatilidad inferior que la deuda pública, que actualmente está permitida para las cuentas de margen:

Gráfico 9

Variación relativa deuda IPC vs. TES TF



Var.	DEUDA PRIVADA TASA FIJA	TES TF	Diferencia #Veces
1 AÑO	0,07%	0,09%	0,73
2 AÑOS	0,14%	0,19%	0,73
4 AÑOS	0,37%	0,44%	0,84

Fuente: SCB con base en Infovalmer
Cálculos: Asobolsa con base en SCB

Finalmente, dadas las condiciones de mercado anteriormente expuestas, y teniendo en cuenta que los niveles de volatilidad de la deuda privada de tasa fija es menor que para el caso de los TES COP, a modo de propuesta, a continuación se presenta una posible forma de regular los márgenes

aplicables a la deuda privada bajo cuentas de margen a partir de los criterios de calificación del título y plazo de madurez:

Gráfico 10

		Plazo	
		0-5 años	> 5 años
Calificación	AAA	5%	7%
	AA+	8%	10%

Fuente: Asobolsa.
Elaboración: Asobolsa

V. SOBRE LA DESTINACIÓN DEL MARGEN INICIAL OTORGADO POR EL CLIENTE

Como se indicó anteriormente, las cuentas de margen son un vehículo de apalancamiento que permite asumir posiciones relevantes a partir de un margen dado para la inversión. Actualmente, el artículo 2.33.1.2.1 del Decreto 2555 de 2010 regula la figura del margen y lo define como una “suma de dinero que la sociedad autorizada tiene por cuenta de un cliente, como respaldo patrimonial, específico y exclusivo, para la realización y la liquidación de las operaciones correspondientes a la cuenta de margen respectiva”.

A partir de esta definición, es posible deducir que el margen es un porcentaje del valor de las inversiones correspondientes a la cuenta, cuya finalidad es el cumplimiento de las ordenes de compraventa de valores que se realizan con la suma de dinero dada a modo de margen y con los recursos de fondeo que se obtengan mediante operaciones de liquidez. Precisamente por lo anterior, el artículo mencionado establece que “el margen deberá estar en poder de la sociedad autorizada, en su totalidad, de manera previa a la realización de las inversiones correspondientes a la cuenta de margen respectiva”, lo que tiene por propósito que la SCB sólo deba gestionar el fondeo adicional para la operación y no la totalidad.

En este contexto, en este aparte, más que plantear una propuesta normativa concreta, deseamos presentar una reflexión que permita a los entes reguladores reevaluar las normas que rigen el margen dinerario que debe otorgarse en las cuentas de margen.

Para iniciar, es posible afirmar que la figura del margen representa un límite porcentual al apalancamiento que pueden tomar los clientes en función del tipo de valores objeto de inversión. Ahora bien, a pesar de que el margen es un límite al apalancamiento, en nuestro concepto no es adecuado darle a esta figura el alcance de garantía general de las cuentas de margen. Esta diferencia conceptual es de suma importancia, pues un margen, según el sentido natural de la expresión y el alcance dado legalmente, es una suma dada como monto inicial para una operación cuyo valor es mayor al de la suma dada como margen, mientras que una garantía es un monto dado asegurar el riesgo de incumplimiento.⁴

Por supuesto, si los recursos dados como margen son equiparados a una garantía de cumplimiento, entonces estos recursos estarán sujetos a unas protecciones mayores y la forma de utilizarlos se verá fuertemente restringida, pues su movilidad jurídica dependerá de la suerte de la obligación que se garantice. Sin embargo, la suma de dinero que se tiene por cuenta del cliente a modo de margen debe entenderse como un límite de apalancamiento que tiene como finalidad su utilización para inversiones. En este contexto, consideramos posible replantear la destinación que debe dársele a los recursos recibidos como margen, pues actualmente el artículo 2.33.1.2.4 del Decreto 2555 de 2010 limita esta destinación a su depósito en cuenta bancaria en los siguientes términos:

Las sociedades autorizadas deberán depositar los recursos dinerarios correspondientes al margen en una cuenta bancaria, corriente o de ahorros, abiertas a nombre de la sociedad autorizada, para el desarrollo específico de los contratos de cuentas de margen.

En nuestro concepto, esta limitación representa un costo de oportunidad para los clientes de cuentas de margen, quienes según lo dispuesto en el artículo 2.33.1.2.2 del Decreto 2555 deben entregar una suma de mínimo 100 salarios mínimos para poder operar el producto, y esta importante cantidad de recursos debe inmovilizarse de tal forma que se pierde toda oportunidad de obtener algún tipo de rédito por su inversión. Es necesario que los recursos dados como margen deban ser de pronta disponibilidad, pues su destinación es el cumplimiento de una posición abierta, pero existen alternativas sustitutas a las cuentas bancarias que garantizan la disponibilidad de los recursos y permiten la obtención de retornos por el depósito de los recursos.

Por ejemplo, además del depósito en una cuenta bancaria, consideramos deseable que se permita destinar los recursos del margen a su inversión en un Fondo de Inversión Colectiva (en adelante

⁴ En la legislación colombiana existe definición legal para el concepto de garantía. En este sentido, el artículo 65 de Código Civil define caución como equivalente a garantía y expresa que este concepto hace referencia a “cualquier obligación que se contrae para de seguridad de otra obligación propia o ajena”. Por su parte, la Ley 1676 de 2013 (Ley de Garantías mobliarias) define garantía mobiliaria como “toda operación que tenga como efecto garantizar una obligación con los bienes muebles del garante”. En agregado, es claro que la legislación de forma genérica concibe las garantías como una seguridad para el cumplimiento de una obligación, y su definición está acotada según el tipo de garantía.

FIC) abierto y sin pacto de permanencia. De hecho, puede acortarse aún más el universo de FIC aptos para recibir los recursos correspondientes a márgenes de cuenta estableciendo requisitos tales como la disponibilidad constante y en todo momento de la totalidad de los recursos. De hecho, para garantizar la liquidez y movilidad del margen invertido en un FIC, la regulación podría establecer un mecanismo de autorización genérica para que las SCB rediman la participación en el fondo cuando se presente un llamado al margen y los recursos dados como margen deban ser utilizados para el cumplimiento de las operaciones abiertas en virtud de la Cuenta de Margen.

Ahora bien, resaltamos que estas ideas preliminares tienen como único propósito plantear una discusión que podrá resultar en una regulación prudencial, pero cuyo espíritu tenga aun enfoque de negocio y permita beneficiar tanto a inversionista como a intermediarios.

VI. CONCLUSIONES

A través de este texto hemos intentado presentar un marco conceptual que permite reflexionar sobre la pertinencia de la regulación de las cuentas de margen. En concreto, se desarrollaron 3 puntos esenciales, a saber: i) la posibilidad de realizar operaciones correspondientes a cuentas de margen en el mercado mostrador bajo la obligación de llevar las operaciones al sistema de registro; ii) la inclusión de valores de deuda privada en el listado de valores autorizados para las cuentas de margen; y iii) la posibilidad de replantear la destinación del margen inicial otorgado por el cliente. En la mayoría de los casos se han presentado argumentos conceptuales y cuantitativos que sustentan las propuestas presentadas, con lo cual se pretende generar un debate que permita actualizar la regulación del producto bajo un esfuerzo colectivo de la industria y los entes reguladores.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Bolsa de Valores de Colombia. (Fechas varias). *Informe mensual bursátil de renta fija*. Recuperados de:

<http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/informesbursatiles?action=dummy>

Bolsa de Valores de Colombia. (2012). *Mercado de Renta Fija Colombiano Evolución y Diagnóstico*. Recuperados de:

http://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/IE/Estudio_Diagnostico?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=-8972d57_13cd3361e21_19f40a0a600b&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

Congreso de la República de Colombia. (1887). *Ley 57 de 1887: Código Civil*.

Congreso de la República de Colombia. (2013). *Ley 1676 de 2013: por la cual se promueve el acceso al crédito y se dictan normas sobre garantías mobiliarias*.

Presidencia de la República de Colombia. (2010). *Decreto 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*.

U.S.National Archives and Records Administration. (2002). *Code of Federal Regulations. Title 12. Chapter II. Credit by Brokers and Dealers*.