



Altibajos de la custodia de valores en Colombia: ¿Cómo llegar a estándares internacionales?

Jorge Andrés Zambrano Bürgl
Carlosr Diaz Granados Vives

Colegio de Estudios Superiores de Administración CESA
Maestría en Finanzas Corporativas
Bogotá – Mayo de 2015

Altibajos de la custodia de valores en Colombia: ¿Cómo llegar a estándares internacionales?

Investigadores

Jorge Andrés Zambrano Bürgl
Carlos Diaz Granados Vives

Director de Investigación

Carlos Felipe Galeano

Colegio de Estudios Superiores de Administración CESA

Maestría en Finanzas Corporativas

Bogotá – Mayo de 2015

Agradecimiento

Después de terminar este trabajo de grado, es ineludible brindarles unas palabras de agradecimiento a todas aquellas personas que nos aportaron su apoyo, conocimiento y dedicación para alcanzar este logro trazado muchos meses atrás.

Ángela y Esperanza, han sido el pilar fundamental de nuestras vidas y ayuda esencial en la consecución de este logro. Gracias por su comprensión y por brindarnos el espacio de trabajo que requerimos y las palabras de motivación que recibimos aquellos días cuando más los necesitábamos.

Debemos agradecer de manera especial a Carlos Galeano por aceptar ser nuestro mentor en este proceso. Siempre estaremos agradecidos por brindarnos su tiempo, dedicación y esfuerzo. Después de todo este proceso, cada día entendemos más todas aquellas ideas y cuestionamientos que nos hiciste, enmarcadas siempre, en tu rigurosidad y compromiso.

Igualmente, agradecemos a la Dra. Armanda Mago y al Dr. Raúl Zambrano por compartir un poco de su conocimiento y experiencia con nosotros, los cuales han sido valiosas para la terminación de nuestro trabajo. Sus experiencias sobre la materia nos permitieron cuestionarnos sobre una gran cantidad de ideas, las cuales hemos recogido y materializado en este trabajo.

Para todos aquellos amigos y amigas que compartieron con nosotros este proceso, les agradecemos sus palabras y apoyo, que en los días más inesperados son palabras que nos llenaron de entusiasmo.

Por último, agradecemos a nuestras familias por su apoyo incondicional y preocupación, especialmente, aquellos días en los que parecían que los caminos no tenían salidas.

Tabla de Contenido

1. Introducción.....	6
2. Estado del Arte	12
3. Marco Teórico	21
4. Sistema Colombiano de Custodia	31
4.1 Investigando el sistema colombiano de custodia	31
4.2 Custodia local para inversionistas extranjeros	35
4.3 Custodia local para inversionistas locales	44
5. Recomendaciones Internacionales al Negocio de Custodia Global	49
6. Recomendaciones para el mercado colombiano y Conclusiones	61
6.1 Recomendaciones	61
6.2 Conclusiones	64
7. Bibliografía	66

Lista de Gráficos

Gráfica 1 - Inversión Extranjera Directa.....	38
Gráfica 2 - Inversión Extranjera Neta en Colombia.....	39
Gráfica 3 - Modelo Funcional del Custodio.....	46
Gráfica 4 - Esquema bajo un proceso manual.....	56
Gráfica 5 - Esquema bajo un proceso STP.....	57

Lista de Tablas

Tabla 1 - Resumen de Clasificación de Mercados Financieros.....	24
Tabla 2 - Flujo de Inversión Extranjera Directa según País de Origen.....	40
Tabla 3 - Transacciones fallidas en mercados financieros principales o desarrollados.....	52
Tabla 4 - Transacciones fallidas en mercados financieros en economías emergentes.....	53

1. Introducción

El panorama económico actual nos muestra un mundo totalmente globalizado, donde la tecnología y las nuevas formas de comunicación han hecho que desaparezcan las fronteras y realmente existan ciudadanos del mundo. Esta integración global tiene incidencia en la forma en que las personas interactúan, la apertura a nuevas culturas, internacionalización de sus sabores, productos, etc. Hoy en día la tecnología permite incluso poder visitar virtualmente calles de casi cualquier ciudad del mundo y de esta manera conocer sitios sin siquiera haber salido de su casa. Esta misma globalización y tecnología ha permitido que las economías del mundo se acerquen y con ellas también los capitales han dejado de ser locales para convertirse en globales. De esta manera la inversión de los ciudadanos y de las entidades dejó de limitarse a las posibilidades en su país de origen o sus vecinos, traspasando todas las fronteras y generando que éstos capitales de inversión, en la actualidad, sean completamente internacionales.

Esta movilidad de capitales ha generado la necesidad de tener instituciones encargadas de vigilar, controlar y administrar los recursos de estos inversionistas internacionales, y es así como se ha creado la custodia internacional de valores. (Stähli, 2012)

Otro aspecto a tener en cuenta se da a raíz de la polémica referente al riesgo de contraparte que se establece en la custodia de valores y la protección o falta de ella para los inversionistas.

Para que un inversionista pueda realmente acceder a los mercados internacionales, necesita alguien que lo ayude a administrar su portafolio consolidado y de esta manera no tener que controlar varios mercados sino trabajar realmente de manera global. El custodio global no sólo hace las veces de administrador, sino también se encarga de conseguir quien realice las mismas labores pero a nivel local, en cada uno de los mercados donde el cliente opere (Stähli, 2012).

La custodia local puede ser vista como un servicio complementario y ser parte del servicio prestado por el Custodio Global. Los países donde el custodio global tiene

presencia es llamado el “Global Sub-Custodian Network” (Comptroller of the Currency Administrator of National Banks, 2012).

El papel del administrador local (Decreto 2080 de 2000 del Banco de la República de Colombia) o custodio local (Decreto 1498 de 2013 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia), es representar los intereses del inversionista extranjero en el país donde se está efectuando la inversión de capital. Dentro de estos intereses a proteger está el debido cumplimiento de las operaciones de compra y venta de títulos ordenadas por el inversionista, la representación legal ante entes reguladores y de impuestos, manejo de contabilidad, representación de los derechos accionarios y presentación de impuestos según las normas locales. Existen ciertas áreas en las cuales los subcustodios están tomando riesgos de manera activa y ayudando a mitigarlo, es por esto que juegan un papel fundamental en la administración de los riesgos inherentes a su negocio y las acciones que toman para crear un ambiente sostenible (Schnaitt, 2012).

Otro papel fundamental del custodio, es el que se da por la segregación de funciones entre el administrador de portafolio y el custodio, generándole una mayor seguridad al mercado. Bajo esta premisa de segregación se fundamentaron las recomendaciones que realizó el Banco Mundial a mediados de 2012, las cuales se dieron posterior a la “crisis Interbolsa” y que dieron como resultado la emisión en 2013 de los Decretos 1498 y el 1242 del Ministerio de Hacienda.

La compensación de las transacciones en el mercado colombiano no es 100% automatizada, lo que genera riesgos de contraparte, llevando a que la homogenización de procesos y estándares internacionales no sea posible. Estos riesgos son inherentes al negocio de custodia.

Sin embargo, gracias al Decreto 1243 de 2013 del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (modificado posteriormente por el Decreto 1498), se reconoció al administrador de portafolios de extranjeros como el custodio y se empezaron a identificar las diferentes obligaciones tanto del inversionista como de su representante - el custodio -. Esta nueva regulación le da un mayor contexto internacional a las labores del custodio y busca actualizar el mercado colombiano frente a las prácticas internacionales. Según datos de la

Superintendencia Financiera de Colombia y del Banco de la República de Colombia, la inversión extranjera en Colombia ha crecido por encima del 700% en los últimos cinco años, pasando de 1.5bn USD en 2010 a 14.3bn USD en 2014. Este alto y rápido crecimiento genera un rezago entre las necesidades del mercado y la legislación existente, generando no solo una pérdida de eficiencia frente a mercados internacionales, sino limitando la velocidad de crecimiento de nuestro mercado.

Previo a la emisión del Decreto 1243, la custodia para inversionistas extranjeros de portafolio en Colombia se regía por el Decreto 2080, el cual define los temas relacionados con inversión extranjera. Con la entrada en vigencia del Decreto 1243 se ha dejado a discreción del prestador del servicio de custodia a extranjeros si éste debe acogerse al Decreto 2080 o al Decreto 1243. Lo anterior debido a que no existe especificación en ninguna de las norma que obligue a que esta actividad debe regirse por alguno de los dos decretos mencionados.

A pesar de estos avances, el mercado aún debe recorrer un largo camino para lograr homogenizar los procesos y conseguir de esta manera un verdadero mercado que funcione bajo procesos STP (straight through processing).

Uno de los grandes avances que sí se ha implementado en la legislación y en el mercado colombiano, es la obligación hacia las entidades bancarias de segregar sus activos con los de los clientes. Esto aplica también para los custodios, quienes deben mantener su contabilidad completamente separada de la contabilidad que llevan y administran para los inversionistas extranjeros o demás portafolios locales. Este ha sido uno de los grandes debates alrededor del mundo debido al riesgo de contraparte que se establece en la custodia de valores y la protección o falta de ella para los inversionistas (Klees, 2012).

Para manejar de manera más eficiente el riesgo de contraparte, diferentes instituciones trabajan directamente con los administradores teniendo en cuenta pasado, presente y futuras opciones que los administradores tienen (Tsai & Magidson, 2012/2013).

Ante todo esto, es importante aclarar la importancia que tiene la custodia de valores en el mercado colombiano. Gracias al cambio de percepción de riesgo hacia Colombia en los últimos 10 años, la inversión extranjera ha crecido de manera exponencial en este

periodo (Portafolio, 2013). Este apetito por invertir en Colombia ha impulsado el negocio de custodia, atrayendo de esta manera la entrada de nuevos jugadores globales en este negocio.

Proveer custodia de activos a inversionistas globales se ha convertido en un negocio altamente especializado, del cual muchos bancos se han retirado, lo que ha generado que muy pocos sean considerados como custodios globales (Fodder, What is the true role and value of custody within correspondent banking?, 2011).

La justificación de esta investigación se basa en el supuesto que la custodia de valores es un negocio de billones de dólares, sin embargo es uno de los negocios poco mencionados o analizados del mercado de capitales. Este negocio proporciona la habilidad de reunir activos y emplear tecnología de forma efectiva para que de esta forma se logren procesar inmensas cantidades de transacciones. Sin embargo, el tema de la custodia es un tema de gestión de riesgos donde se salvaguardan activos de terceros, por lo que no se debe analizar como un negocio de manejo de eficiencias operativas.

Pero bajo el modelo de custodia el mayor ingreso no se genera por los rubros cobrados a los inversionistas por los activos bajo custodia, éste proviene de la capacidad de los custodios globales de realizar “securities lending”. Esto consiste en tener una mesa de préstamo de títulos hacia el mercado, es decir, que el custodio presta en el mercado local los títulos que tiene bajo custodia bajo un modelo de agencia. Estos préstamos dan utilidades al inversionista, al custodio y generan liquidez al mercado.

En Colombia, el “securities lending” por parte de los custodio no es permitido debido a que es un mercado de beneficiario final. Para que exista la posibilidad de préstamos de títulos, el mercado debe permitir, en primer lugar, cuentas omnibus.

Esta habilidad debe ir madurando y creciendo de acuerdo a como lo hacen los mercados financieros, es decir, que la operatividad y la tecnología involucrada en la custodia de valores debe mantenerse vigente y actualizada.

Dado el rápido crecimiento de la inversión extranjera de portafolio en Colombia, se evidencia una clara separación entre la velocidad a la que ésta crece y la efectividad que

tiene la custodia local en adaptarse a este cambio. Es por esto que este estudio buscará establecer esas diferencias y desarrollar mecanismos de reconciliarlas.

El objetivo principal de la investigación estará enmarcado en la evaluación del sistema de custodia colombiano y definir donde se pueden presentar mejoras. Así mismo, la investigación buscará analizar a profundidad los siguientes temas: (1) Analizar el estado actual del mercado colombiano en temas de infraestructura, regulatorios y tributarios frente a la realidad del mercado, (2) situación actual de mercados internacionales y principales estándares, (3) comparar el sistema de custodia colombiano con el de mercados desarrollados y pares, y (4) generar recomendaciones para el mercado local.

Con este proceso de investigación se espera poder establecer puntos comunes entre el negocio de custodia en Colombia frente al de otras partes del mundo. Gracias a estos puntos comunes, se buscará determinar qué factores de los estándares internacionales se pueden implementar en Colombia para lograr mejoras y eficiencias en la cadena de valor del mercado de capitales.

Se utilizó una metodología investigativa y de análisis, con el propósito de identificar las falencias que se pueden corregir en el modelo de custodia. Primero se analizó el mercado colombiano y su modelo actual de custodia tanto para inversionistas extranjeros como locales. Este se evaluó frente a las recomendaciones y estándares internacionales para poder definir las mejoras que se requieren en términos de legislación, prácticas de mercado y sistemas.

Para lograr estos objetivos se recurrió a información de mercado a través de entrevistas con agentes del mercado como son los custodios, los bróker locales y los proveedores de infraestructura (Bolsa de Valores de Colombia, Deceval, DCV)

Como siguiente paso, se comparó la información local con los mercados internacionales. Para este fin se contactaron custodios globales para entender su percepción del mercado de custodia colombiano y su análisis de posibles mejoras.

La percepción de los diferentes agentes del mercado nacional e internacional se sumó a información obtenida a través de la consulta de revistas especializadas y ONGs. Los

resultados de la investigación fueron analizados para definir recomendaciones que impulsen el mercado local.

2. Estado del Arte

Para poder entender la actual situación de la custodia de valores, es importante definir de manera sencilla qué es la custodia.

La actividad de custodia de valores es tan antigua como el mercado de capitales y, nace de la necesidad de las personas de mitigar los diferentes riesgos implícitos en las transacciones financieras.

Inicialmente los custodios prestaban el servicio de bodegaje y custodia de los diferentes títulos valores físicos que un inversionista podía poseer. Con el tiempo el mercado evolucionó y los títulos físicos han venido siendo reemplazados por títulos desmaterializados.

A pesar de ya no existir el riesgo de pérdida del título, gracias a la desmaterialización, el rol del custodio ha evolucionado también, pasando a tener la responsabilidad en el manejo del post-trading de las operaciones.

Existen diferentes riesgos derivados de las transacciones financieras y al tercerizar algunas de ellas, éstos pasan a ser responsabilidad de un tercero. (Hayes, 1993, p. 95) Es de esta idea fundamental que surge la actividad de custodia, la cual no es más que la tercerización de actividades operativas para mitigar riesgos y tener mayor control.

Al poder contar con un custodio, el administrador de un portafolio puede centrar su actividad en la administración de la inversión, lo cual es su actividad principal, sin tener que preocuparse por los complicados procesos de cumplimiento.

El custodio, por otra parte, se especializa en una sola parte del proceso y logra una masa crítica de activos bajo custodia que le permite automatizar el proceso y generar economías de escala. Puede realizar grandes inversiones en tecnología que utilizará en todo su servicio, algo que a un administrador de portafolio le resultaría extremadamente costoso.

Se puede definir que para mitigar el riesgo de manera eficiente, el proceso se debe industrializar. Entre más automatizado se encuentren los procesos, mayor riesgo se puede tomar ya que los controles son más exitosos.

Pero una vez el inversionista mitiga sus riesgos, ¿qué pasa con el custodio? Éste asume esos riesgos y asume unos adicionales, para lo cual deberá generar un control interno. Para entender mejor los riesgos implícitos, éstos serán categorizados y descritos según su impacto para el custodio e inversionistas.

Los riesgos pueden ser clasificados en tres (3) grupos, riesgo financiero, riesgo operacional y riesgo de negocio. Dentro del riesgo financiero encontramos el riesgo de liquidez, el cual es asociado con la necesidad de contar con los recursos para cumplir las operaciones cuando se realiza el cumplimiento de pago contra entrega (DVP - deliver versus payment).

Encontramos el riesgo de crédito, el cual es el riesgo que se genera en la medida en que un custodio otorga una línea de crédito a su cliente para agilizar los procesos de cumplimiento. En el caso Colombiano, la figura del custodio, es por norma, adoptada generalmente por una fiduciaria, caso por el cual, localmente las líneas de crédito no pueden provenir directamente del custodio.

Dentro del riesgo operacional encontramos los siguientes riesgos: (i) riesgo de procesos, (ii) riesgo tecnológico y (iii) riesgo de cumplimiento. El riesgo de procesos se genera implícitamente al ser el custodio el encargado del proceso de cumplimiento de las operaciones.

La tecnología es una de las herramientas que ayudan a tener un proceso más industrializado con el cual se puedan obtener economías de escala. Esto, sin embargo, genera un riesgo tecnológico, que a pesar de ser más fácil de medir y prevenir, debe ser tenido en cuenta en los controles y contar siempre con un plan de contingencia bien definido.

Por último, dentro del riesgo de negocio encontramos el riesgo de franquicia o reputacional, el riesgo legal, el riesgo regulatorio y el riesgo tributario. El custodio puede incurrir en riesgo reputacional por algún mal manejo que un inversionista de a sus recursos, los cuales son custodiados y cumplidos por él. Este riesgo incluso puede extenderse entre diferentes subsidiarias del custodio.

El riesgo legal es generado por cualquier servicio que el custodio ofrece, por lo cual un cuidadoso proceso contractual mitiga en gran medida dicho riesgo. Sin embargo, teniendo en cuenta la historia de Colombia, dentro del riesgo asociado a cualquier inversión extranjera, es fundamental mencionar quizás uno de los riesgos más importantes, el cual es el lavado de activos. Sin duda alguna, cada vez más las entidades reguladores han venido estableciendo una regulación más estricta para evitar el lavado de activos, así como controles cada vez más precisos a los diferentes agentes del mercado financiero.

Este riesgo es quizás uno de los de mayor desgaste que tienen los custodios, especialmente, en el mercado colombiano, en el cual, la normatividad impuesta por las entidades es muy exigente. Por otra parte, dentro de los riesgos internos de los custodios, la preocupación más importante proviene de custodiar dineros de actividades ilícitas, en el cual las consecuencias reputacionales y legales pueden llegar a ser muy severas.

Si bien es cierto que en Colombia existen entidades para controlar este riesgo, como la UIAF (Unidad de Información y Análisis Financiero), en el cual existen controles como el SARLAFT (Sistema de Administración del Riesgo de Lavado de Activos y de la Financiación del Terrorismo), es igual de importante que los propios custodios deben implementar controles internos para evitar tener problemas de esta naturaleza.

Debido a que los custodios locales son, generalmente, matrices o vinculadas de custodios globales, debe existir en nuestra opinión, un fuerte control interno de conocimiento del cliente a nivel internacional para garantizar que los recursos que son ingresados al país provienen de actividades lícitas. Debido a que existe la posibilidad que frente a las autoridades colombianas, los custodios locales puedan responder de manera indirecta por este riesgo, deberían ser los custodios locales los más interesados en establecer una clara responsabilidad y vigilancia con su custodio global sobre este riesgo.

El riesgo regulatorio es la obligación que tiene el custodio de conocer la regulación y actuar acorde a ésta. También existe un riesgo legal que se genera con el riesgo cambiario y cumplimiento de las operaciones de divisas instruidas por el custodio global.

Dentro del riesgo tributario, el custodio es responsable de gestionar retenciones, reportes y demás trámites ante las autoridades de impuestos en nombre de sus clientes, conocido como el riesgo de impuestos.

De los riesgos mencionados anteriormente, uno de los más importantes para la actividad de custodia es el riesgo de procesos, más específicamente en el ciclo de cumplimiento.

Para mitigar este riesgo, la Asociación Internacional de Servicios Financieros ISSA (por su sigla en inglés – International Securities Services Association) hace las siguientes 5 recomendaciones (Junta Directiva de Asociación Internacional de Servicios Financieros, 2000): (i) Implementar un esquema real de entrega contra pago, (ii) Adoptar un ciclo de cumplimiento de T+1 de forma que no se aumente el riesgo operacional, (iii) Minimizar las restricciones al financiamiento y a la liquidez permitiendo el préstamo de acciones, la colateralización cruzada y el uso de REPOS y neteo (“Securities Lending”), (iv) La eliminación de procesos con papeletas, y (v) La aplicación de procesos que faciliten el cumplimiento.

Las operaciones fallidas de transacción de activos ponen en riesgo anualmente USD\$ 976 billones en acciones y USD\$ 308 billones en renta fija (OMGEO, 2014).

Los costos y riesgos de una operación de cumplimiento fallida son muy altos. A pesar del gran avance en el cumplimiento y liquidación tanto en mercados desarrollados como emergentes, una gran porción de transacciones falla. Y, a pesar de las recomendaciones de la ISSA, un ciclo de cumplimiento más corto podría incrementar los fallos, a no ser que las prácticas del post-trade sean adaptadas (ibídem).

Los custodios y sus clientes no están de acuerdo frente a cuál es la mayor causa que genera las operaciones fallidas, ya que cada uno protege su posición frente al mercado. Sin embargo, si se han puesto de acuerdo respecto a una manera de disminuir el porcentaje de operaciones fallidas (10% para renta variable y 7% para renta fija) (ibídem), el cual consiste en cobrar penalidades a cada parte si no realiza la compensación de la operación a tiempo. Respecto a esto, la Comisión Europea ha patrocinado, en sus propuestas

regulatorias sobre compensación de activos, la idea de imponer una penalidad financiera a los fallos en compensación y cumplimiento.

Otra posibilidad para eliminar la actual tasa de operaciones fallidas, es realizar un acuerdo entre las partes que permita tener un mayor compromiso a recortar los tiempos de las operaciones. De acuerdo a un estudio realizado por OMGEO (ibídem), la tecnología existente da la posibilidad de complementar y cumplir operaciones de manera instantánea, pero el obstáculo para que esto se dé, es simplemente de procedimientos y comportamientos actuales.

Uno de los principales obstáculos de procedimiento son diferencias en los términos de la transacción, en los cuales compradores y vendedores deben acordar la especie del título transado, la cantidad y el precio.

Otro factor a tener en cuenta, es el hecho que muchos mercados están acortando sus tiempos de cumplimiento de T+3 a T+2, lo cual puede aumentar a futuro el riesgo de operaciones fallidas. En Colombia por ejemplo, la renta fija se cumple en T+0, generando en nuestra opinión, un aumento en el riesgo. Esta situación la podemos comparar con la mayoría de mercados desarrollados, en donde el tiempo usual de cumplimiento para el mismo tipo de instrumentos financieros es entre T+1 y T+2.

Es importante mencionar que en Colombia existe un acuerdo entre inversionistas extranjeros y custodios para optar como práctica de mercado con un cumplimiento de T+2 y T+3 en las operaciones de renta fija.

El crecimiento de la inversión ha hecho que se creen nuevos productos, nuevas formas de inversión y que el mercado deba estar a la altura de las necesidades. Los reguladores de los países más desarrollados han logrado entender que el crecimiento del mercado es más veloz que la legislación que lo regula y controla. Es por esto que, hoy en día, la regulación en términos de inversión, tanto local como extranjera, es mucho más cambiante que en el pasado. (García, 2004)

Sin embargo, es importante aclarar que el comportamiento de mercados evolucionados como el europeo no se rigen únicamente por las normas de los reguladores, sino que son

mercados autorregulados donde los estándares de mejores prácticas son utilizados por los participantes sin necesidad de que sean mandatorios, lo que hace al mercado mucho más eficiente.

Este mismo crecimiento genera grandes riesgos, ya que con el flujo de inversión a través del mundo, se deben tener mecanismos de control para el cumplimiento de cada operación, lo cual es especialmente difícil cuando se trata de operaciones donde intervienen diferentes actores y regulaciones de diferentes naciones. Es por esto que algunos autores hacen referencia al hecho que generalmente los préstamos cuentan con un activo colateral tomados de los deudores como forma de garantía de pago de la deuda o como una clase de título valor a favor del prestamista en el caso de insolvencia del deudor y comparan esto con el mercado de capitales sugiriendo la utilización de garantías o préstamos en estas transacciones (Chinonyelum, 2012).

En algunas partes del mundo, este riesgo se ataca a través de mecanismos estatales, como es el caso de Estados Unidos, donde las cuentas de custodia están protegidas contra la insolvencia de los bancos (Klees, 2012, págs. 103-135).

Sobre el estado actual de la custodia a nivel mundial, El Grupo de los Treinta¹ ha hecho 20 recomendaciones de reforma, las cuales buscan mejorar la seguridad y eficiencia de los mercados financieros internacionales.

A continuación se describen las recomendaciones:

1. Eliminación de papel y lograr automatización de comunicaciones y captura de datos.
2. Armonización de los estándares de mensajería y protocolos de comunicación.
3. Desarrollar e implementar datos estándares de referencia.
4. Sincronizar el tiempo de respuesta entre los diferentes sistemas de liquidación y compensación y asociar los sistemas de pago con los sistemas de divisas.
5. Automatizar y estandarizar el match institucional de operaciones.

¹ Fundado en 1978, El Grupo de los Treinta es un grupo consultivo sobre economía internacional y temas monetarios. Es una organización internacional privada y sin ánimo de lucro, compuesta por representantes de los sectores privado, público y de la academia. Su información puede ser consultada en www.group30.org

6. Expandir el uso de cámaras de riesgo de contraparte.
7. Permitir el préstamo y crédito de activos para agilizar la complementación.
8. Automatizar y estandarizar los procesos de servicios de activos, incluyendo los actos corporativos, las deducciones de impuestos y las restricciones sobre propiedad para extranjeros.

Mitigación del riesgo

9. Asegurar la integridad financiera de los proveedores de servicios de liquidación y compensación.
10. Reforzar las prácticas de administración de riesgos de los usuarios de proveedores de servicios de liquidación y compensación.
11. Asegurar al final una transferencia simultánea y disponibilidad de activos.
12. Asegurar un plan de desastres contingencia efectivo.
13. Tener en cuenta la posibilidad de fallo de una institución de importancia sistémica
14. Fortalecer la evaluación de la aplicabilidad de los contratos.
15. Avanzar en la seguridad jurídica sobre los derechos de los valores, efectivo o colateral.
16. Reconocer y apoyar una mejor valoración y mejores normas de compensación de la liquidación.

Mejoramiento de la gobernabilidad

17. Asegurar el nombramiento de miembros de junta con apropiada experiencia.
18. Promover un acceso justo a las redes de liquidación y compensación de activos.
19. Asegurar una equitativa y efectiva atención a los intereses de los accionistas.
20. Promover regulación consistente y la vigilancia de los proveedores de servicios de liquidación y compensación (The Group of Thirty, 2003).

Los mercados emergentes siempre han actuado de manera posterior a los países desarrollados, lo cual hace que sean mercados más riesgosos pero, que a su vez, concentran gran parte de la inversión extranjera de portafolio debido a las interesantes tasas de retorno que ofrecen. (Pineda, 2010)

Otra forma actual de proteger a los inversionistas internacionales del riesgo que tienen al entregar sus activos a un tercero para su administración, son las regulaciones como la de Nigeria, que requieren que el custodio de esos valores no pueda mezclar sus activos propios con los de sus clientes. (Chinonyelum, 2012)

Esto toma especial importancia para los inversionistas institucionales, los cuales deben ser más estrictos en sus procesos internos y de protección de activos. Es por esto que sus inversiones son cuidadosas, convirtiéndose de esta manera en la base internacional para el desarrollo del mercado. (Botero, 1994)

En Colombia también hemos llegado al estado en que se le ha dado la importancia requerida a la segregación de activos, y así fue consignado en el Decreto 1243 de 2013, al establecer para los custodios la obligación de segregación de activos. De manera similar el Decreto 2080 ya establecía para los administradores locales de inversionistas extranjeros, la obligación de segregación y de mantener las cuentas de los inversionistas bajo la figura de anotación en cuenta por beneficiario final.

Lo relacionado con la custodia de valores tomó una gran importancia en mercados integrados como el europeo. Una vez se logró la integración de las bolsas de Ámsterdam, Bruselas, Lisboa y París en el mercado de Euronext, se empezó a considerar como debía estar involucrada la industria de la administración de activos (Grencon, 2008), cuáles eran las principales reglas a definir y las perspectivas.

Laurent Grecon también hace referencia y analiza la propuesta de crear un Consejo Directivo para realizar modificaciones sobre los impuestos para generar excepciones en el caso de administración de fondos de inversión y custodia de activos. (Grencon, 2008)

Otros análisis que se han hecho sobre los demás mercados europeos no pertenecientes a Euronext toman en cuenta las nuevas plataformas que se están desarrollando para poder realizar el cumplimiento de operaciones de manera transnacional. Este es el caso del proyecto Target 2 Securities (T2S) del Banco Central Europeo (Palvailin, 2010). Este cambio regulatorio tiene importantes impactos en los subcustodios en cuanto su objetivo principal es integrar y armonizar la actual fragmentada estructura de

cumplimiento europea, buscando reducir los costos de cumplimiento transfronterizo de operaciones en la eurozona y países no europeos que deseen participar.

Una iniciativa similar está siendo puesta en marcha en el mercado colombiano, la cual es impulsada por la Bolsa de Valores de Colombia bajo el nombre de Proyecto Custodio (o Proyecto Pioneros). Lo que este proyecto pretende, es desarrollar una plataforma de cumplimiento de operaciones donde el custodio tenga directo acceso a la información y a las transacciones realizadas por los bróker en el mercado nacional. E incluso abarca el cumplimiento trasnacional del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA).

Otra tendencia que deberá ser tenida en cuenta, tiene que ver con los cambios regulatorios que se vienen dando en la actualidad en Estados Unidos. Uno de los proyectos más ambicioso en el panorama de la inversión extranjera y custodia global es la puesta en práctica de la ley para el cumplimiento tributario de cuentas extranjeras o FATCA por su sigla en inglés (Foreign Account Tax Compliance Act).

El uso de cuentas de custodia por parte de bancos estadounidenses nunca ha sido más importante. Esto se da como resultado de la crisis financiera del 2008, y especialmente la caída de Lehman Brothers. Todos los inversionistas institucionales entendieron su exposición al riesgo de contraparte transmitido por sus administradores de activos (Klees, 2012, págs. 103-135).

3. Marco Teórico

La custodia de valores, tal como su nombre lo dice, tiene como fin salvaguardar, vigilar y/o garantizar los valores de los inversionistas en los diferentes mercados financieros. Quizás, el objetivo fundamental de la custodia se centra en la mitigación de riesgos inherentes a la intermediación de valores en los mercados financieros. La custodia ha tomado relevancia a medida en que las economías del mundo interactúan de manera rápida y libre.

Cada vez se puede evidenciar más la velocidad y la pluralidad de jugadores a nivel mundial que han impulsado a que las economías estén más entrelazadas. Al escribir este trabajo, se ha tenido la oportunidad reciente de experimentar una crisis económica catalogada por diversos medios de comunicación, como la peor recesión desde la conocida crisis de 1929, denominada la crisis *Subprime*.

El inicio de esta recesión mundial es determinada a partir del 15 de septiembre de 2008, fecha simbólica en el cual una de las entidades financieras de Estados Unidos con mayor prestigio, Lehman Brothers, solicitó la bancarrota ante las autoridades de su país. Sobre esta crisis, las entidades financieras, los gobiernos e inversionistas de todas partes del mundo han aprendido un sin número de lecciones, particularmente, aquellos cuyos portafolios de inversión o posición estaban enfocados en un solo tipo de activo.

Es tal la importancia de las entidades financieras extranjeras sobre los mercados nacionales que,

ha habido periodos en los que las compras de certificados y bonos del gobierno estadounidense realizadas por inversionistas japoneses, alemanes y otros inversionistas han excedido las compras hechas por estadounidenses respecto de estos mismo instrumentos. Los compradores extranjeros pueden ser tan importantes para la venta exitosa de valores que la Tesorería de Estados Unidos y las firmas privadas de corretaje deben seguir de cerca los calendarios extranjeros para asegurarse que no lancen una venta mayor cuando, por ejemplo, las instituciones financieras japonesas o europeas hayan de cerrar sus puertas a causa de un día de descanso o fiesta oficial. (Levi, 1997, pág. 10)

Para entender más los preceptos de la custodia de valores, es imperativo entender la relevancia de los mercados financieros. En primer lugar, es necesario determinar que en una economía de mercado, los recursos monetarios están atomizados a nivel mundial por las decisiones y objetivos de un sin número de actores.

En segundo lugar, es indispensable establecer la naturaleza del mercado financiero.

Los tipos de productos en una economía pueden dividirse en: (1) el mercado de productos (bienes manufacturados y servicios) que se conoce como mercado de productos, y (2) el mercado para los factores de la producción (mano de obra y capital) al que se le llama mercado de factores. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 2)

Por su parte, el mercado de activos financieros hace parte del mercado de factores mencionado anteriormente.

Y, por último, es necesario entender el significado de los activos financieros y cuáles son sus funciones. Empezaremos a describir brevemente que es un activo, el cual es definido, en términos generales, como “una posesión que tiene valor en un intercambio”. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 2) Los activos son clasificados a nivel mundial como activos tangibles e intangibles, en el cual los activos financieros son catalogados dentro de los activos intangibles.

Es importante conocer las principales funciones económicas que tienen los activos financieros, ya que la custodia de valores, simboliza la vigilancia y administración de los valores que representan los activos financieros.

La primera función económica de los activos financieros es

la transferencia de fondos de aquellos que tienen un excedente para invertir, hacia aquellos que los necesitan para invertirlos en activos tangibles. La segunda función es transferir fondos en forma tal, que se redistribuya el inevitable riesgo asociado con el flujo de efectivo el cual se genera por los activos tangibles, entre aquellos que buscan y aquellos que proporcionan los fondos”. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 5)

Teniendo en cuenta las principales funciones económicas de los activos financieros, la esencia de la custodia de valores nace con la necesidad de los inversionistas de contar con un administrador local que salvaguarde sus activos financieros y los derechos sobre dichos activos.

Por su parte, un mercado financiero es básicamente donde se comercializan o intercambian los activos financieros. Teniendo en cuenta la evolución económica de los últimos siglos, los activos financieros son tranzados en mercados financieros que se van adaptando cada vez más a las necesidades de los diferentes actores financieros a nivel mundial. Es tal la rapidez de cambio de ciertos mercados, que el valor económico de los activos es afectado de manera casi inmediata con las decisiones económicas que son tomadas por los gobiernos e inversionistas en diferentes partes del mundo.

Tal y como establecimos que los activos financieros tenían ciertas funciones económicas, al mercado financiero también se le imputan funciones esenciales en el intercambio de los activos financieros. En primer lugar, la primera función económica

es que la interacción de compradores y vendedores en un mercado financiero determina el precio del activo comercializado. También en forma equivalente, ellos determinan el rendimiento requerido de un activo financiero. Como el incentivo para que las empresas adquieran fondos depende únicamente del rendimiento necesario que demandan los inversionistas, ésta es la característica de los mercados financieros que señala la manera en que los fondos en la economía deben asignarse entre activos financieros. Se le llama proceso de fijación de precios. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 7)

En segundo lugar, “los mercados financieros proporcionan un mecanismo para que el inversionista venda un activo financiero. Por esta razón se dice que un mercado financiero proporciona liquidez, una característica atractiva cuando las circunstancias fuerzan o motivan a un inversionista a vender”. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 7) Si un mercado determinado no brinda liquidez al tenedor de un activo financiero, el tenedor estaría obligado a tener el activo hasta su vencimiento o venderlo a precios que afectarían su rentabilidad.

Por último, la tercera función económica “es que reduce el costo de las transacciones”. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 7) Dichos costos son asociados a costos de búsqueda y costos de información.

Por su parte, Santomero y Babbel describen que las dos (2) funciones principales de cualquier mercado financiero son: (1) “*Trade claims on output between economic agents that have different timing needs for consumption*”, y (2) “*provide liquidity for the exchange of financial claims created to transfer purchasing power across time*”. (Santomero & Babbel, 2001, pág. 4)

Dentro de los mercados financieros existen participantes que se enfocan exclusivamente en el desarrollo e intervención en una sola clasificación de dichos mercados.

Los mercados financieros están clasificados de cinco (5) maneras diferentes, los cuales son descritos en la siguiente tabla:

Tabla 1 - Resumen de Clasificación de Mercados Financieros

Clasificación por la naturaleza de la obligación:
Mercado de deuda
Mercado de acción
Clasificación por vencimiento de la obligación:
Mercado de dinero
Mercado de capitales
Clasificación por madurez de la obligación:
Mercado primario
Mercado secundario
Clasificación por entrega inmediata o futura:
Mercado spot o en efectivo
Mercado derivado
Clasificación por estructura organizacional:
Mercado de subasta
Mercado de mostrador
Mercado intermedio

Nota: (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 8)

Los mercados financieros, tal como cualquier otra actividad económica de intercambio, contienen riesgos inherentes a la intervención entre los diferentes agentes. Estos riesgos son valorados y mitigados a través de diferentes herramientas y mecanismos, las cuales permiten a los agentes participar en mercados específicos.

Los siguientes son los principales riesgos encontrados en cualquier relación de intercambio en los mercados financieros. En primer lugar encontramos

el riesgo asociado al poder de compra potencial del flujo de efectivo esperado, llamado riesgo del poder de compra o riesgo de inflación. El segundo es el riesgo de que el emisor o prestatario no cumpla sus obligaciones, conocido como riesgo de crédito o riesgo por incumplimiento. Por último, para los activos financieros cuyo flujo de efectivo no está nominado en dólares, existe el riesgo de que el tipo de cambio varíe en forma adversa, dando como resultado menos dólares. A este riesgo se le llama riesgo de tipo de cambio extranjero. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 4)

Igualmente, podemos encontrar otro tipo de riesgos asociados a la intervención de los agentes en el mercado financiero o a la operación de las posiciones financieras. Uno de los principales riesgos es denominado riesgo operacional, el cual consiste en las pérdidas ocasionadas por las fallas en los procesos internos, ya sea originado por errores en los sistemas o errores en la actuación del personal.

Si bien existen herramientas especializadas en la mitigación de riesgos asociados al incumplimiento y tipo de cambio, la custodia de valores permite a los inversionistas o actores del mercado financiero mitigar una variedad de riesgos que facilitan el intercambio de activos financieros, y por tal, brindan mayor dinamismo y profundidad a los mercados.

Hay que destacar que, el objetivo principal de cualquier herramienta o procedimiento, incluida la vinculación con un custodio de valores, es mitigar o atenuar un riesgo determinado, pero no significa eliminar el riesgo en su totalidad.

Para entender de manera más clara las posturas referentes a la custodia de valores, es necesario examinar por qué existe la movilidad de capitales y que factores pueden intervenir en este proceso.

Existen muchos objetivos por los cuales los agentes del mercado acuden a la compra y venta de activos financieros. Sin embargo, la integración de los mercados financieros, ha permitido que muchos de los agentes puedan cumplir sus objetivos, ya sea en la diversificación del riesgo o el aumento de rentabilidad, de una manera más segura y rápida.

Los principales factores que llevan a que los mercados financieros se integren, y sean el motor para el desarrollo del mercado de capitales, son:

(1) desreglamentación o liberalización de los mercados y de la actividad de los participantes en el mercado en los principales centros financieros del mundo, (2) avances tecnológicos para monitorear los mercados mundiales, ejecutar órdenes y analizar las oportunidades financieras y (3) la institucionalización cada vez mayor de los mercados financieros. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 9)

Dentro de las principales razones por las cuales los agentes del mercado participan en los mercados financieros por fuera de su mercado doméstico o natural, son fundamentalmente para la búsqueda de tres (3) objetivos. En primer lugar, existen mercados locales que no son capaces o no son lo suficientemente maduros para proporcionar los recursos que un agente de mercado solicita. En este sentido, es indispensable acudir hacia aquellos mercados suficientemente maduros que ofrezcan montos de activos financieros que satisfagan las necesidades de cierto tipo de entidades.

En segundo lugar, la razón para acudir a mercados financieros internacionales es la capacidad de adquirir fondos disponibles a un menor costo, o al contrario, la colocación de fondos otorga una mayor rentabilidad.

Por último, la tercera razón se concentra en la estrategia de cada agente para diversificar sus fuentes de financiamiento o diversificar sus posiciones de inversión.

La revista *Corporate Financing Week* realizó un sondeo a los tesoreros de algunas empresas reconocidas en el año de 1991, y encontró una variedad de razones por el cual las empresas acuden a los mercados financieros internacionales. Estas son algunas de las respuestas dadas:

el director de finanzas corporativas de General Motors, dijo que la compañía usa el sector de bonos de del mercado de bonos europeos con el objetivo de diversificar las fuentes de financiamiento, [y para] atraer nuevos inversionistas y lograr financiamiento comparable, aunque no sea más barato. Un director de administración de Sears Roebuck indico que la compañía tiene una política de largo plazo para diversificar geográficamente las fuentes [de financiamiento] y los instrumentos, para evitar así el estar apoyados en cualquier mercado específico, sin importar si el costo es mayor. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, págs. 11-12)

Igualmente, el *Economic Council of Canada* realizó un estudio similar sobre los prestatarios que obtuvieron recursos por fuera de Canadá, donde

el 85% mencionó como razón principal el menor costo de los fondos. Otras razones citadas por los participantes en el estudio fueron: la diversificación de la base de inversionistas (50%), la facilidad de conseguir fondos prestados (37%), la presencia de una empresa subsidiaria, matriz o afiliada en el país que da el préstamo (43%), la habilidad para atraer nuevos inversionistas (30%) y la publicidad para el nombre de la corporación (30%). (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 12)

La movilización de recursos entre las diferentes economías, la cual denominaremos inversión extranjera, trae consigo un número importante de obligaciones y derechos a los inversionistas. Debido a la diversidad que presentan los mercados, dichos inversionistas deben adaptarse a las diferentes regulaciones de cada mercado, apoderando cada vez más a los custodios de valores en la cadena de inversión o cadena de valor. Adicionalmente, los custodios de valores cobran mayor relevancia a medida que el flujo de capitales aumenta hacia las diferentes economías a través de los mercados financieros.

La década pasada ha sido de suma importancia para las economías emergentes o en desarrollo, en la medida que los flujos de capital han aumentado de manera importante hacia sus economías. En los últimos años esta movilidad de capitales ha generado gran aporte de dinero a economías en desarrollo, las cuales dado el riesgo inherente a su falta de desarrollo dan interesantes tasas de retorno sobre las inversiones. Los mercados de estas economías son llamados emergentes. Y es gracias a la inversión extranjera que los mercados emergentes han logrado importantes desarrollos económicos. (Schmukler, 2006)

Durante las últimas dos décadas, los mercados emergentes han recibido más inversión que cualquier otro grupo de países, lo cual también ha conllevado a que sus mercados deban desarrollarse para poder asimilar la entrada de estos capitales. (Pineda, 2010).

A principios de los 90, la mayoría de países de América Latina abrazaron de manera entusiasta las reformas pro-mercado asociadas con el “Consenso de Washington”: liberalización de mercados, desregulación y privatización (Schmukler, 2006). Colombia no fue la excepción.

Ampliando la noción dada anteriormente, el concepto de inversión extranjera hace referencia al registro contable de todos los pagos registrados en la balanza de pagos de un país, en un periodo específico, entre los residentes del país que informa y los residentes del resto del mundo. (García, 2004)

Dentro de este flujo de capital encontramos la inversión extranjera directa y la inversión extranjera de portafolio. La inversión extranjera directa es aquella que se realiza haciendo inversión real y directa en la economía de un país diferente al de origen. Por ejemplo, al establecer una empresa o al comprar una ya existente, se está realizando una inversión directa en la economía. Por el contrario, la inversión de portafolio hace referencia al capital que ingresa al país para invertir en instrumentos financieros a través del mercado de capitales.

Como lo expone Mauricio Ramos,

de acuerdo con su naturaleza, las transacciones externas se dividen económicamente y así lo reflejan las cuentas más importantes de la balanza de pagos, en transacciones corrientes y de capital. El primer grupo abarca la totalidad del comercio internacional de bienes y servicios; el segundo, involucra la adquisición de derechos u obligaciones no corrientes con agentes externos y, como su nombre lo indica, se refiere a transacciones de capital entre países. (Botero, 1994).

Bajo la inversión extranjera se busca proteger los principios de igualdad, universalidad, automaticidad, los cuales son determinantes para la expansión de la globalización y las ventajas que esto trae para economías sin recursos propios. (García, 2004).

Hay que tener claro dentro de este marco teórico, que así como la inversión extranjera de portafolio tiene ventajas, también tiene grandes riesgos tanto para el país receptor como para el inversionista extranjero. (García, 2004).

Así como mencionamos que los mercados financieros tienen unos riesgos implícitos en su desarrollo, a la inversión extranjera también se le asignan una serie de riesgos. Dentro de los riesgos identificados para el país receptor encontramos el generado por la volatilidad de este tipo de inversión. Así como el capital ingresa al país para ayudar a su desarrollo, puede salir de manera inmediata y descontrolada, lo que se conoce como dineros golondrina. (Pineda, 2010). Esto generó las famosas crisis de México, Argentina y Brasil durante la década de los 90, y el llamado efecto Tequila, Tango y Samba respectivamente.

La inversión extranjera de portafolio en Colombia ha tenido un aumento exponencial en los últimos 10 años. Esto se debe en parte a cambios políticos y de seguridad interna, lo cual ha generado una confianza inversionista. El aumento explosivo de la inversión extranjera de portafolio, ha conllevado a un desarrollo del mercado de capitales, el cual debe evolucionar para poder estar a la altura de las expectativas de los inversionistas.

Es de mencionar que, existe gran discusión en relación al papel que deben jugar los gobiernos en la regulación o desregulación de los mercados financieros, especialmente, en regular o liberar el flujo de capitales de inversión de portafolio.

Tal como lo expone Fabozzi, Modigliani y Ferri,

en sus capacidades de reglamentación los gobiernos influyen en gran medida en el desarrollo y evolución de los mercados financieros e instituciones. Es importante darse cuenta de que los gobiernos, mercados e instituciones, tienden a comportarse interactivamente y a afectar sus acciones recíprocas en determinadas formas. (Fabozzi, Modigliani, & Ferri, 1996, pág. 38)

El desarrollo del mercado de valores colombiano va de la mano de la inversión extranjera de portafolio, sin embargo es la regulación la que no avanza al mismo ritmo, lo cual genera difíciles procesos que no están condicionados a la rapidez y movilidad exigida por los inversores (García, 2004).

Es precisamente esta falta de desarrollo en términos de legislación, la causa primordial de las crisis económicas (Grencon, 2008).

4. Sistema Colombiano de Custodia

4.1 Investigando el sistema colombiano de custodia

En Colombia, los servicios de custodia fueron introducidos al mercado por uno de los custodios globales más grandes del mundo; Citibank, quien ha venido prestando los servicios desde hace más de 25 años.

El principal volumen de activos bajo custodia en Colombia, proviene por parte de los inversionistas extranjeros, por lo que este ha sido el foco del negocio para los custodios. Adicional a este segmento, la custodia se ha venido implementando de manera local en Colombia para inversionistas locales, siendo en mayor medida, las aseguradoras quienes han encontrado en este servicio un valor agregado.

La custodia en Colombia, tanto para inversionistas extranjeros como para inversionistas locales, es un servicio de post trading que se presta por parte de muy pocos competidores especializados en el mercado y su operatividad se basa principalmente en realizar cambio de beneficiarios finales a nivel de los depósitos centrales de valores.

Frente a mercados desarrollados, el servicio de custodia en Colombia está en un proceso de aprendizaje, incluso para los reguladores y los proveedores de infraestructura.

La lógica de la custodia busca generar un mercado donde se utilicen prácticas internacionales y en las que se puedan tener tareas muy definidas para cada proveedor de servicios y de infraestructura.

Esto en Colombia no se da aún, ya que el mercado ha generado instancias donde algunos proveedores de infraestructura realizan actividades que no son propias de su actividad.

Este es el caso de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), la cual al no existir una cámara de compensación en la negociación de títulos valores, ha generado algunos procesos en los cuales cumple estas funciones. Sin embargo, en nuestra opinión esto no cumple a cabalidad con las directrices que tendría una cámara de riesgo real, por lo que el riesgo en el DVP de la operación no es cubierto al 100%.

Otro caso similar es la actividad de custodia que realiza el depósito de valores Deceval. Esta es una actividad que en ninguna mercado desarrollado puede o ejerce otra entidad diferente a un custodio, mucho menos un depósito.

La custodia para inversionistas extranjeros se ampara bajo las directrices del Decreto 2080 de 2000, el cual de manera específica describe en su capítulo 26 que

“toda inversión de capital del exterior de portafolio se hará por medio de un administrador. Solamente podrán serlo las sociedades comisionistas de bolsa, las sociedades fiduciarias y las sociedades administradoras de inversión, sometidas a la inspección y vigilancia de la Superintendencia Financiera de Colombia. Estas entidades tendrán las siguientes obligaciones, sin perjuicio de las demás que deban cumplir de conformidad con las normas que las rigen:

- a. Las tributarias;
- b. Las cambiarias;
- c. Las de información que deba suministrar a las autoridades cambiaria o de inspección y vigilancia;
- d. Las demás que señale la autoridad de inspección y vigilancia en ejercicio de sus facultades”.

Bajo este esquema, una transacción de mercado es liquidada y cumplida por un bróker bajo instrucción de un administrador de un portafolio. Posteriormente, el administrador instruye a su custodio a cumplir una operación contra pago con el bróker y al ejecutarse dicha transacción, los títulos o el dinero son intercambiados entre el custodio y el bróker. Esta es una operación posterior al cumplimiento de mercado, por lo que genera riesgos para el bróker.

En búsqueda de mitigar estos riesgos y, en aras de generar estándares más seguros en el mercado de valores, en junio de 2013, el Ministerio de Hacienda emitió el Decreto

1243, posteriormente derogado por el Decreto 1498, para regular los servicios de custodia en Colombia.

Esta normatividad fue el resultado de las recomendaciones realizadas por el Banco Mundial luego de la caída de la Firma Comisionista de Bolsa Interbolsa y de la crisis que esto generó en el mercado de valores.

El Decreto 1498/2013 (decreto de custodia) es de suma importancia por dar el marco legal para la custodia. Bajo este Decreto, se definió que es custodia, que entidades pueden prestar el servicio y cuáles son los servicios obligatorios de este servicio.

Dentro de los aspectos principales del Decreto 1498 está la definición de la actividad de custodia como “la actividad del mercado de valores por medio de la cual el custodio ejerce el cuidado y la vigilancia de los valores y recursos en dinero del custodiado para el cumplimiento de operaciones sobre dichos valores”.

Adicionalmente, se estableció que los custodios en Colombia deben ser Sociedades Fiduciarias y que para prestar estos servicios deben obtener por parte de la Superintendencia Financiera aprobación por medio de una certificación. Las condiciones para obtener dicha certificación fueron definidas por la Superintendencia Financiera en la Circular 015 del 2014.

Los servicios obligatorios enmarcados en el decreto de custodia son:

1. Salvaguarda de valores

La salvaguarda se refiere a la custodia de los títulos de un tercero asegurando la correcta anotación en cuenta a nombre del custodiado en un Depósito Central de Valores (en Colombia Deceval y DCV).

2. Compensación y liquidación de operaciones

Esta obligación, es quizás, la que más retos tecnológicos ha generado para la implementación de este decreto, ya que implica que bajo estricta instrucción del custodiado, el custodio participa desde la etapa de confirmación en el proceso de la compensación de operaciones sobre valores, y realiza las labores necesarias

para liquidar definitivamente las operaciones sobre valores que haya ratificado el custodiado.

Es decir que, con este cambio, ya no es el bróker quien cumplirá la operación en el mercado de valores para posteriormente realizar una operación OTC con el custodio, sino que el custodio deberá entregar títulos o recursos a la contraparte negociadora del mercado.

3. Administración de derechos patrimoniales

Bajo esta obligación el custodio será el responsable de realizar el cobro de los rendimientos, dividendos y capital asociado a los valores custodiados.

Adicional a los servicios que deberá prestar de manera obligatoria el custodio, el decreto establece unos servicios complementarios, los cuales se pactan de manera voluntaria con el custodiado y según la disponibilidad del custodio de prestar dichos servicios.

Los mencionados servicios complementarios son:

1. Administración de derechos políticos
2. Valoración
3. Transferencia temporal de valores
4. Obligaciones fiscales
5. Obligaciones cambiarias

De manera especial, para los fondos de inversión colectiva, el decreto también establece unos servicios complementarios que el custodio puede prestar dichos fondos. Dentro de estos servicios especiales encontramos los siguientes:

1. Valoración del portafolio
2. Contabilidad del fondo de inversión colectiva custodiados

Para poder analizar los servicios actuales de custodia en Colombia es necesario separar este servicio por tipo de inversionista, entre locales y extranjeros.

A pesar de la expedición del Decreto 1498 de custodia, los custodios pueden actuar bajo la figura de administradores locales enmarcada en el Decreto 2080. Esto genera actualmente en Colombia la existencia de dos decretos en el cual es potestad del custodio escoger bajo cual se regule la actividad de custodia para extranjeros.

Más allá de la nueva regulación, el mercado Colombiano sigue presentando importantes ineficiencias para el completo desarrollo del servicio de custodia y del mercado en general. Tal es el caso del Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF), el cual es un impuesto completamente fuera de contexto y sin ninguna validación teórica ni práctica más allá de la necesidad del gobierno de mantener sus recaudos. La existencia del GMF le quita ineficiencia a la administración de Fondos de Inversión, en especial a los de Inversión Colectiva.

Adicional a esto, encontramos que el mercado colombiano presenta graves ineficiencias en sus comunicaciones, ya que al no contar con un mecanismo de mensajería tipo SWIFT todavía existen papeletas de bolsa y transacciones de dinero entre bancos que se manejan con cartas físicas.

Importante para el análisis local, también es el hecho que el ciclo de cumplimiento para renta fija es T+0, lo cual disminuye los riesgos de contraparte, pero, al ser un mercado con poca evolución en la automatización de procesos y comunicaciones, genera flujos ineficientes de manejo de efectivo y estrés de liquides y cumplimiento.

Otro factor a considerar son los horarios de los proveedores de infraestructura para cumplimientos, los cuales son muy laxos, lo que retrasa el match de operaciones y estresa el cumplimiento.

4.2 Custodia local para inversionistas extranjeros

Teniendo en cuenta lo expuesto al inicio de este documento, la custodia local para inversionistas extranjeros es de gran relevancia para el mercado colombiano. Teniendo en cuenta que el modelo de custodia es una costumbre en mercados desarrollados, es fácil de entender que lo principales demandantes de este servicio sean inversionistas extranjeros que invierten en Colombia. Sin embargo, es importante aclarar que la forma en la que estos

inversionistas extranjeros utilizan los servicios de custodia es a través de custodios globales.

Para entender esta figura, se hace necesario explicar cómo fue introducido este modelo en Colombia.

A medida que el modelo de custodia global se fue desarrollando cada vez más como una práctica para aquellos inversionistas que tenían diferentes posiciones alrededor del mundo, los custodios globales vieron la necesidad de ampliar este modelo y contar con subcustodios en todos los mercados que generaran un volumen interesante de inversión. De esta manera, al aumentar los flujos de inversión hacia países emergentes a finales de los años 80 y comienzos de los 90, se hizo necesario por parte de los custodios globales ampliar su red de servicios en cuanto a los mercados que podían ofrecer; Colombia fue uno de esos mercados.

En Colombia, el negocio de custodia fue inicialmente desarrollado por fiduciarias, ya que al no existir un marco legal ni regulatorio para este tipo de servicio financiero sus servicios se clasificaron como encargos fiduciarios. Esto fue reglamentado en el año 2000 con el Decreto 2080 (modificado posteriormente por el 4800), por el cual se expide el Régimen General de Inversiones de capital del exterior en Colombia y de capital colombiano en el exterior. Como ya se describió anteriormente, el Decreto 2080 exige a los inversionistas extranjeros de capital tener un administrador local, actividad que se le autorizó a las firmas comisionistas de bolsa, a las sociedades administradoras de inversión y a las sociedades fiduciarias bajo la figura de encargo fiduciario.

Esto es un reflejo de que en Colombia no existen parámetros de Banca Universal, en la cual un banco puede realizar diferentes actividades, sino un modelo en el cual cada actividad debe prestarse bajo un vehículo legal diferente (bancos, fiduciarias, firmas comisionistas de bolsa, corporaciones financieras, etc). Bajo parámetros de Banca Universal existirían sólo tres tipos de entidad;

- Broker dealers
- Asset Managers
- Bancos

Actualmente, la custodia para extranjeros puede prestarse bajo los parámetros del Decreto 1243 o del Decreto 2080, lo cual es contraproducente, ya que la discrecionalidad que se le da al custodio de prestar el servicio bajo la modalidad de administrador local (Decreto 2080) en vez de como custodio bajo los parámetros y obligaciones del Decreto 1243 genera un arbitraje regulatorio según la interpretación y beneficios que encuentre el custodio.

Para mayor aclaración, a continuación presentamos un ejemplo que ayuda a entender la figura actual de administración local para inversionistas extranjeros: piense en un fondo de inversión ubicado en Luxemburgo. Este fondo diversifica y busca oportunidades de inversión en diferentes mercados alrededor del mundo. Para este ejemplo, asumamos que el fondo tiene inversiones en Estados Unidos, Euronext, Brasil y Colombia. Para poder mitigar los riesgos de no estar presente en los países donde tiene activos, este fondo necesitará un custodio en cada uno de esos mercados. Tener un custodio diferente en cada uno de los mercados implica, para el inversionista, una operatividad diferente y estándares diferentes por custodio, lo cual hace difícil su trabajo. Dado esto, en vez de tener un custodio en cada mercado, el inversionista puede buscar los servicios de un custodio global, el cual esté en capacidad de ofrecerle custodia en diferentes mercados del mundo bajo una misma relación profesional o comercial.

A su vez, el custodio global deberá contratar sub custodios locales para cada uno de los mercados en los que sus clientes (los inversionistas) vayan a invertir. De esta manera, los clientes de un custodio local son realmente los custodios globales, los cuales se registrarán por estándares internacionales de contratación y de servicio.

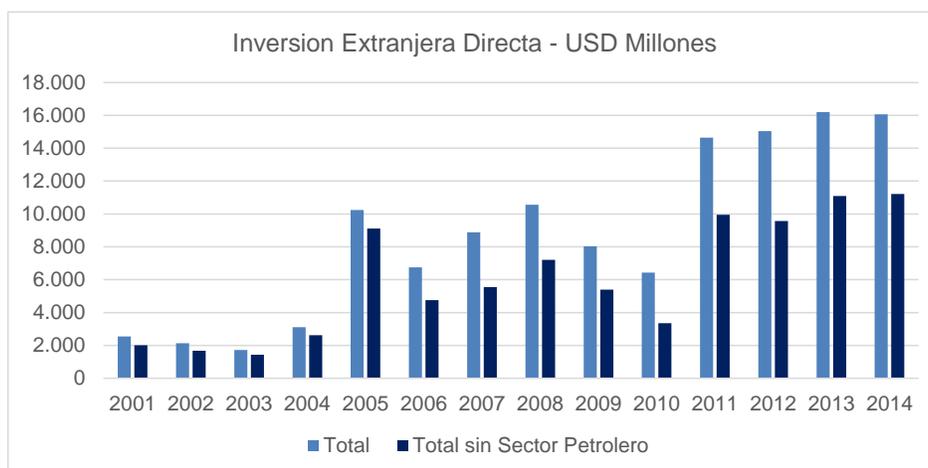
Si volvemos a nuestro ejemplo, el fondo ubicado en Luxemburgo contratará al custodio global, que para nuestro ejemplo llamaremos “XX”, quien a su vez contratará a un custodio local en Colombia. Este custodio local será una entidad colombiana que custodiará los activos a nivel local, la cual deberá mantener un conocimiento del mercado local y relación con los diferentes agentes y reguladores locales.

El incremento en la inversión extranjera de portafolio en el país, ha traído consigo un natural aumento en los activos que son custodiados localmente a nombre de

inversionistas extranjeros y, se estima según datos de los custodios que a hoy, el valor aproximado de activos bajo custodia en Colombia alcanza los 14.5 billones de dólares. Esto teniendo en cuenta diferentes reportes del Banco de la República y la Superintendencia Financiera sobre inversión extranjera.

Con base en la información del Banco de la República de Colombia, (informes estadísticas monetarias y cambiarias), en las siguientes gráficas podemos evidenciar el comportamiento histórico que ha tenido la inversión extranjera en Colombia y la inversión extranjera neta.

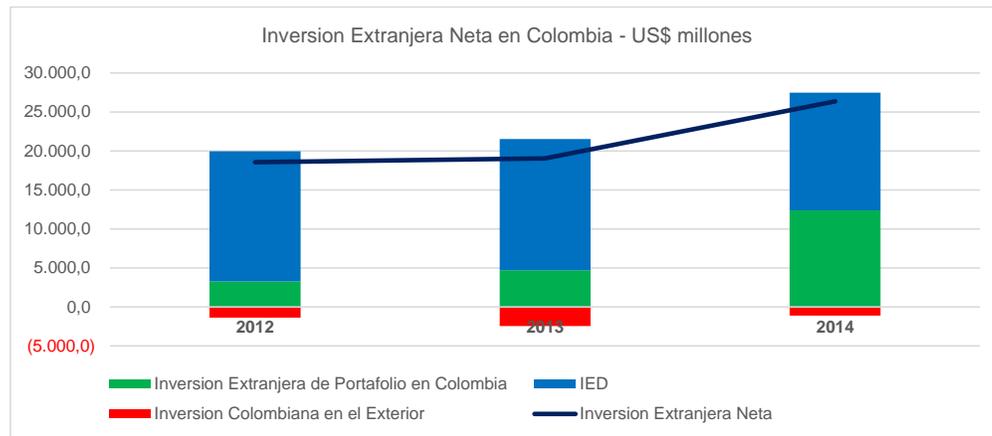
Gráfica 1 – Inversión Extranjera Directa



Fuente: Cifras Banco de la República

Para mayor aclaración, bajo la perspectiva del Banco de la República, la inversión extranjera es entendida como la suma de los siguientes componentes: (i) inversión extranjera directa, (ii) inversión extranjera de portafolio y (iii) la resta de la inversión de Colombia en el exterior.

Gráfica 2 – Inversión Extranjera Neta en Colombia



Fuente: Cifras Banco de la República

En la siguiente tabla se presenta la inversión extranjera directa discriminada por los principales países, en el cual se evidencia de manera clara, el aumento de países catalogados como paraísos fiscales en los últimos años.

Tabla 2 – Flujo de Inversión Extranjera Directa según País de Origen

Flujo de inversión extranjera directa en Colombia (IED)
Según país de origen
Millones de dólares

PAÍS 1/	2007 p	2008 p	2009 p	2010 p	2011 p	2012 p	2013 p	2014 p
ALEMANIA	28,5	99,3	-68,4	6,2	91,4	265,9	79,9	71,0
ANGUILLA	1.303,6	1.224,1	920,0	337,5	482,4	598,3	855,8	-172,6
ANTILLAS HOLANDESAS	1,4	34,9	20,4	-1,0	5,1	0,3	-0,3	-0,2
ARGENTINA	4,7	5,4	22,8	9,6	106,9	16,5	5,5	-9,5
ARUBA	19,1	0,1	1,4	-25,0	-0,4	1,7	-0,2	0,6
AUSTRALIA	3,6	2,0	35,6	7,4	12,5	16,3	21,5	28,8
AUSTRIA	2,1	9,9	30,6	24,5	22,3	200,9	156,5	6,3
BAHAMAS	17,4	22,6	8,0	26,7	32,6	42,7	25,3	48,9
BARBADOS	31,7	114,9	82,0	150,9	337,7	345,0	418,2	534,7
BELGICA	2,3	3,0	4,6	0,4	7,6	134,9	29,6	-56,9
BERMUDAS	82,3	403,6	644,9	624,5	924,3	366,7	846,4	1.070,3
BOLIVIA	0,1	1,1	0,7	-3,1	1,9	1,8	0,3	2,1
BRASIL	539,8	166,7	61,0	81,7	217,3	381,9	288,4	38,4
CANADA	158,6	145,0	116,1	267,7	273,4	291,4	248,2	431,8
CHILE	56,1	43,5	55,8	86,1	627,8	3.149,8	318,7	455,9
CHINA	1,7	-1,4	-3,3	0,7	23,2	34,6	7,0	34,2
CHIPRE	-0,1	19,3	4,5	9,6	3,1	6,8	-6,7	-7,0
COSTA RICA	3,8	11,3	22,0	11,6	11,4	23,2	15,7	66,4
CURAZAO	-0,5	1,5	2,7	3,3	0,5	2,7	4,5	9,7
DINAMARCA	4,5	4,7	1,2	5,6	0,6	1,8	16,1	11,0
ECUADOR	4,4	7,0	-0,2	28,0	53,5	50,2	46,9	27,2
ESPAÑA	571,8	1.039,9	829,9	113,0	1.164,5	628,0	950,6	2.154,7
ESTADOS UNIDOS	2.697,4	2.874,3	2.342,9	1.592,8	2.155,4	2.475,6	2.861,5	2.213,1
FRANCIA	240,7	119,6	152,0	102,1	141,5	303,4	521,0	216,3
HOLANDA	-659,6	60,4	197,3	1,1	1.071,9	-1.791,7	579,6	419,4
ISLAS CAYMAN	297,0	132,3	212,9	332,0	405,9	507,0	607,6	327,1
ISLAS VIRGENES BRITANICAS	219,1	281,5	73,2	175,7	-58,6	486,9	437,3	344,1
INDIA	0,1	1,1	4,7	1,4	2,3	5,1	6,0	7,4
INGLATERRA	1.580,0	1.505,3	1.399,8	948,8	1.408,5	1.356,9	1.416,4	1.079,8
IRLANDA	5,5	3,4	4,4	9,8	-0,3	25,2	3,6	-4,7
ISRAEL	6,1	9,4	1,8	2,2	2,9	3,8	1,3	2,1
ITALIA	18,3	25,4	16,4	27,3	35,0	12,4	83,8	18,0
JAPON	29,5	36,0	13,7	16,7	40,7	61,1	67,0	55,7
LUXEMBURGO	46,8	173,5	136,2	4,0	105,5	364,4	235,6	239,4
MALASIA	0,0	1,1	0,0	0,1	0,5	1,3	0,3	1,5
MEXICO	389,6	572,9	-463,8	-296,0	455,1	849,5	564,6	618,5
NORUEGA	27,1	22,1	20,5	18,4	13,8	16,9	17,4	19,3
PANAMA	838,7	1.141,4	789,1	1.367,7	3.508,5	2.395,5	2.054,6	2.453,0
PERU	13,6	21,6	21,2	37,8	77,9	159,2	75,7	266,0
PORTUGAL	10,0	3,3	1,6	1,9	-0,2	5,2	6,5	14,7
PUERTO RICO	-0,1	0,6	8,6	2,6	21,5	7,1	15,0	-1,7
REPUBLICA DE COREA	37,9	-2,7	4,2	15,9	25,4	43,7	20,8	-0,6
REPUBLICA DOMINICANA	-0,1	0,3	-0,3	-0,2	-0,2	0,2	11,9	0,8
SINGAPUR	0,0	0,0	-0,1	0,2	-0,2	2,2	7,8	9,6
SUECIA	17,9	26,4	57,3	28,8	-233,0	193,6	-90,7	65,6
SUIZA	122,0	139,7	166,1	179,9	994,5	698,1	2.083,7	2.814,5
URUGUAY	14,0	29,0	21,8	33,1	35,5	121,9	64,9	48,9
VENEZUELA	106,5	29,6	68,3	55,3	32,9	111,4	91,1	115,4
OTROS PAÍSES	-9,3	-1,2	-6,2	4,8	5,3	62,0	127,4	-35,1
TOTAL 2/	8.885,8	10.564,7	8.035,6	6.429,9	14.647,8	15.039,4	16.199,5	16.053,9

1/ Un flujo negativo significa que los reembolsos de capital son mayores a la nueva inversión

2/ El detalle de la metodología y las fuentes de información empleadas en el cálculo de las estadísticas de inversiones directas puede consultarse en: *Reportes del Emisor: Flujos de inversión directa desde y hacia Colombia: conceptos, medición y su comportamiento en 2009* en el vínculo (http://www.banrep.gov.co/documentos/publicaciones/report_emisor/2010/131.pdf)

p: Datos preliminares

Fuente: Sector externo, Banco de la República

Para entender el funcionamiento de la custodia local para inversionistas extranjeros, hay que tener en cuenta que Colombia es un mercado de beneficiario final donde no existen cuentas ómnibus. Esto quiere decir que, el inversionista extranjero, como beneficiario final, deberá tener cuentas segregadas en los depósitos centrales de valores (Deceval y DCV), las cuales a su vez se registran bajo una cuenta “sombrija” del custodio local.

Adicionalmente, los custodios son los representantes de sus clientes y de su obligación a cumplir con todas las regulaciones locales frente a los diferentes órganos de control, incluyendo los impuestos. El mencionado Decreto 2080 de 2000, modificado por el Decreto 4800 de 2010, indica que las inversiones realizadas con capital del exterior sólo pueden ser realizadas a través de un administrador local que permita acceso al mercado colombiano de valores.

Los principales servicios asociados a la custodia que son prestados por un sub custodio a nivel local en Colombia son los siguientes:

- Representación legal
El custodio es el encargado de representar legalmente al cliente frente a todos los proveedores de infraestructura y frente a los entes de control
- Información del mercado
El custodio mantendrá al tanto al inversionista frente a cambios regulatorios, de mercado y en general sobre el comportamiento de la economía
- Recaudo, gestión y pago de impuestos
El custodio realiza el cálculo y pago de impuestos a cargo de las inversiones de sus clientes.
- Salvaguarda de valores
Validación de la correcta anotación en cuenta de los títulos de propiedad del inversionistas extranjero
- Cumplimiento de operaciones contra pago
El custodio es el encargado de cumplir las operaciones y realizar los cambios de depositante para asegurar que las instrucciones del inversionista sean cumplidas
- Administración de eventos corporativos y recaudo de ingresos

El custodio mantendrá informado al inversionista sobre eventos corporativos y será el encargado de recaudar y validar el correcto pago generado por los diferentes emisores.

- Representación en asambleas

El custodio representará al inversionista en asambleas de accionistas y bajo su instrucción participará en las diferentes votaciones.

Todo el modelo de custodia está basado también en controlar que el inversionista extranjero cumpla con las diferentes regulaciones locales y no exceder los límites o restricciones establecidos en la regulación para la inversión extranjera de portafolio.

La regulación colombiana establece que un inversionista extranjero que desee obtener el 25% o más de las acciones con voto de una empresa, deberá hacerlo a través de una oferta pública de adquisición (OPA).

Respecto a la participación de los inversionistas extranjeros en participaciones de instituciones financieras, la regulación ha definido que no puede exceder el 10%.

Respecto a los impuestos, la reforma tributaria de hace 2 años definió, a través de la Ley 1607 de 2012, que los administradores locales de los inversionistas extranjeros son responsables por el recaudo de los impuestos.

En la actualidad, el funcionamiento de la operatividad de cumplimiento para inversionistas extranjeros es muy similar a la de los inversionistas locales, con la diferencia que debe gestionar la entrada y repatriación de recursos. Más específicamente, el proceso adicional sucede una vez el inversionista ha enviado una instrucción a su custodio, posteriormente deberá tramitar la nacionalización de dólares para el cumplimiento en caso que la operación sea una venta. Esto se deberá realizar a través de un intermediario del mercado cambiario (IMC). En el caso de las ventas, deberá instruir al custodio la repatriación de los recursos y a su vez realizar este procedimiento a través de un (IMC).

El proyecto de Pioneros de la BVC también contempla las operaciones de los inversionistas extranjeros y busca que el cumplimiento en bolsa de estas operaciones sea realizado por el custodio. Esta iniciativa es importante para el mercado, ya que el

incremento en la inversión extranjera ha generado un aumento en el riesgo para los bróker locales.

Este riesgo se da porque en la operatividad actual, el bróker debe cumplir con sus propios recursos las operaciones instruidas por sus clientes extranjeros y luego realizar el cambio de beneficiario a través de un DVP con el custodio, en el cual entrega o recibe los títulos negociados y entrega o recibe los pesos correspondientes. En otras palabras, el bróker apalanca a los inversionistas extranjeros y corre el riesgo que el inversionista no cumpla la operación. Esto a su vez genera restricciones al crecimiento del mercado, ya que los bróker locales tienen un tope hasta el cual pueden recibir instrucciones de extranjeros. Sin esta restricción, el mercado puede expandirse sin riesgo ya que los recursos o títulos serán asegurados por parte del custodio.

Bajo el modelo actual, los inversionistas extranjeros tienen un riesgo cambiario cuando realizan venta de títulos, ya que la repatriación y negociación de divisas se realiza en T+4.

Lo descrito anteriormente sucede para renta variable, ¿pero cuál es la situación en renta fija?, donde el cumplimiento y la negociación es el mismo día (T+0). En este caso, generalmente las operaciones de renta fija de extranjeros son negociadas bajo la modalidad T+1 o T+2, esto para poder realizar las operaciones de mercado cambiario.

Teniendo todo esto en cuenta, el modelo de Pioneros no genera beneficios reales para los inversionistas extranjeros, más allá del hecho que las confirmaciones de las operaciones le llegarán al custodio global en tiempos menores que los actuales.

Los cambios que los inversionistas extranjeros validarían como reales beneficios tienen que ver con conseguir transacciones con un cumplimiento DVP real y la existencia de una cámara de riesgo central de contraparte para las operaciones de mercado.

Las ventajas reales se darán para los brókeres locales, quienes mejorarán su condición frente al riesgo ya descrito.

Otro factor importante que afecta a la custodia para extranjeros son los permanentes cambios en regulación tributaria. La estructura fiscal colombiana es muy cambiante,

especialmente, en lo concerniente a tributación para inversionistas extranjeros. Esto genera riesgos para los custodios como representantes de los inversionistas y, adicionalmente dificulta tener procesos estandarizados de forma automática en este frente, aumentando el riesgo operativo.

La infraestructura del mercado colombiano también juega un papel vital en el desarrollo de la custodia y en general en todo el mercado de valores. Dado el tamaño del mercado colombiano, los sistemas de los proveedores de infraestructura no están conectados de manera automática con los agentes (inversionistas, brókers, custodios). Por el contrario, las automatizaciones y la conectividad con los depósitos y con la BVC deben ser desarrolladas unilateralmente por cada agente, sin existir un estándar de industria promovido por la infraestructura de mercado.

Incluso, conectividad vía mensajería Swift, que es un estándar de industria a nivel internacional en custodia, es algo que en Colombia aún no se ha estandarizado.

4.3 Custodia local para inversionistas locales

Este servicio ha venido siendo utilizado principalmente por aseguradoras, fiduciarias, algunas firmas comisionistas de bolsa y muy contadas mesas de dinero de empresas institucionales y mixtas, las cuales han establecido con los custodios relaciones contractuales definidas por un contrato de encargo fiduciario. Esto al no existir otro mecanismo legal o definición antes de la emisión del Decreto 1498.

El flujo operativo actual de este tipo de servicio implica que posterior al cumplimiento de una operación de mercado por parte del bróker, éste deberá realizar una transacción DVP/RVP con el custodio. Esto implica que el bróker cargue con el riesgo de mercado de cada una de las transacciones y además que la materialización de un inversión en los libros del fondo sea afectada después de que sus instrucciones ya fueran ejecutadas en el mercado.

Uno de los principios fundamentales del Decreto 1498 es que define que “en ningún caso la actividad de custodia de los valores que hacen parte de un fondo de inversión

colectiva podrá ser desarrollada por la misma sociedad administradora del respectivo fondo”.

Esto implica que los fondos de inversión colectiva (FICs) deben definir un custodio y, según lo establecido en las circulares 026 de septiembre 2014, 031 de marzo de 2015 y 005 de marzo 2015, deben entrar en proceso de producción a través de un custodio antes de agosto del 2015.

Adicional al Decreto 1498, en 2013 también se emitió el Decreto 1242, el cual regula los fondos de inversión colectiva y establece dentro de los requisitos para la constitución y funcionamiento de uno de estos fondos, contar con una entidad que preste los servicios de custodia.

Al analizar la custodia local en Colombia, veremos que gracias al Decreto 1498 existe un marco legal para la prestación de dicho servicio; sin embargo, la utilización obligatoria a nivel local de utilizar un custodio, está definido, por el momento, sólo para los FICs. Esto genera que existan dos modelos paralelos de custodia local para inversionistas locales.

Bajo este supuesto, las entidades no administradoras de FICs, que utilicen servicios de custodia, continuarán utilizando el modelo actual; por el contrario, los FICs deberán ajustar sus procesos acorde a lo establecido en el Decreto 1498.

Si tenemos en cuenta que dentro de las obligaciones del custodio el decreto define la liquidación y compensación de operaciones, esto obliga a los diferentes agentes de mercado y proveedores de infraestructura a modificar los flujos y los sistemas para que el custodio pueda actuar directamente frente al mercado en nombre de sus clientes y liquidar y compensar las operaciones.

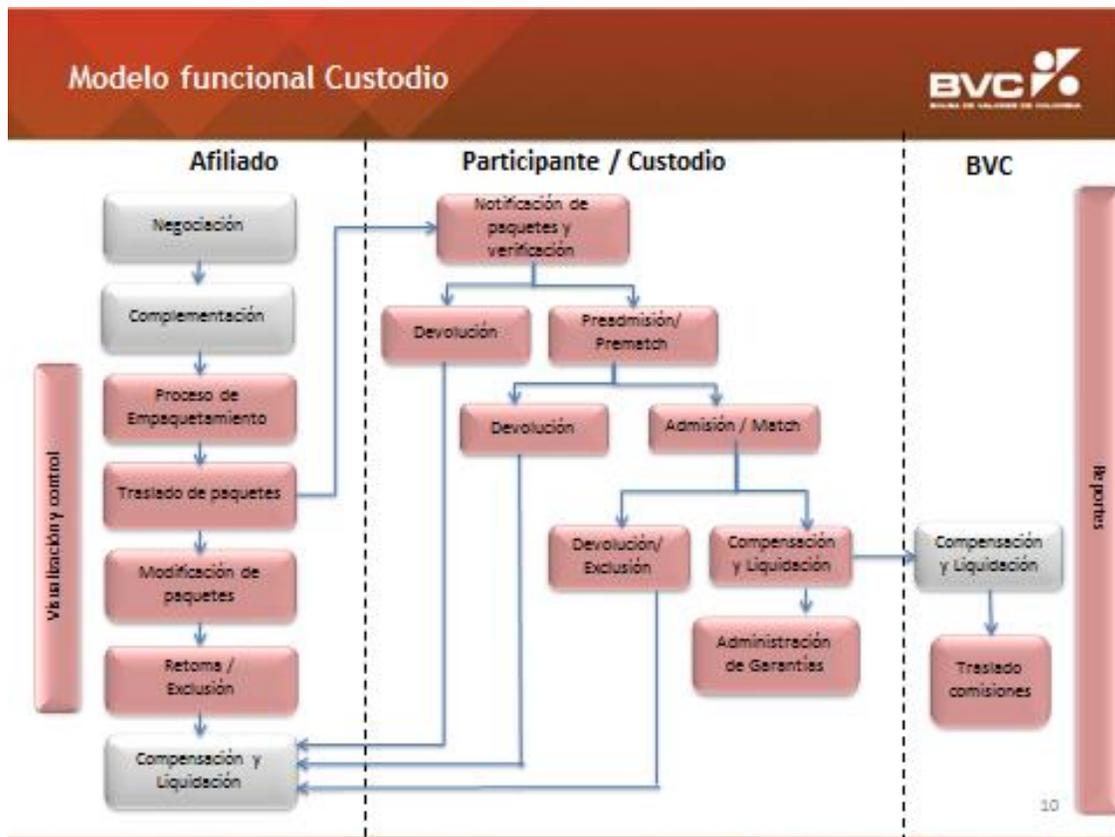
Es por esto que la BVC, a través del proyecto Custodios Pioneros, ha desarrollado una funcionalidad que permite que los custodios puedan cumplir las operaciones instruidas por sus clientes en el día de cumplimiento.

De la misma manera, los demás proveedores de infraestructura como el Banco de la República (DCV y CUD), Deceval y la Cámara de Riesgo Central de Contraparte hayan

desarrollado facilidades en sus sistemas para permitir al custodio cumplir con esta obligación.

El flujo de cumplimiento a través de la BVC con el proyecto Custodios Pioneros es el que se describe en la siguiente tabla publicada por la BVC en su página web:

Gráfica No. 3 – Modelo Funcional del Custodio



Fuente: BVC

Para explicar este nuevo esquema, es importante aclarar que el acceso a los mercados de negociación en Colombia se da de la siguiente manera:

Renta fija: pueden ser afiliados al mercado de negociación de renta fija tanto firmas comisionistas de bolsa como sociedades fiduciarias.

Renta variable: pueden ser afiliados al mercado de negociación de renta variable únicamente las firmas comisionistas de bolsa. Esto implica que para los fondos administrados por una sociedad fiduciaria u otra, ésta deberá realizar las negociaciones en

el mercado a través de una firma comisionista de bolsa (bróker) que actúa en nombre del administrador.

De esta manera y, retomando el gráfico de la BVC expuesto anteriormente, el flujo operativo para los FICs utilizando los nuevos desarrollos de la BVC será de la siguiente forma:

Renta fija

1. El Administrador del fondo negocia los títulos e instruye al custodio para que realice el cumplimiento de la operación.
2. El administrador al complementar la operación en los sistemas de la BVC, solicita el traslado de cumplimiento de la operación hacia el custodio
3. El custodio realiza un proceso de validación de la información enviada a través de los sistemas de la BVC y las instrucciones enviadas por el custodiado. (pre admisión)
4. Si la información de la instrucción y la trasladada a través de la BVC son iguales, el custodio verifica la disponibilidad de títulos/recursos para el cumplimiento. En el caso de las compras, el administrador deberá haber entregado los recursos para el pago de la operación previo a este paso. Si la verificación de títulos/recursos es positiva, el custodio aceptará a través de los sistemas de la BVC el cumplimiento de la operación (admisión).
5. El custodio realizará el cumplimiento de la operación en los depósitos
6. El depósito generará la marcación en cuenta a nombre de quien se registren los títulos
7. El Banco de la República debitará/acreditará los recursos.
8. La BVC reflejará en sus sistemas el cumplimiento de la operación.
9. El custodio informará al administrador del cumplimiento de la operación.

Renta variable

1. El administrador del fondo instruye al afiliado (bróker) al mercado de renta variable la compra/venta de títulos. Si el administrador es una firma comisionista de bolsa, ésta actuará como afiliado directamente.

2. El administrador instruye al custodio para que realice el cumplimiento de la operación.
3. El afiliado al mercado de renta variable negocia los títulos.
4. El afiliado al complementar la operación en los sistemas de la BVC, solicita el traslado de cumplimiento de la operación hacia el custodio.
5. El custodio realiza un proceso de validación de la información enviada a través de los sistemas de la BVC y las instrucciones enviadas por el custodiado. (pre admisión)
6. Si la información de la instrucción y la trasladada a través de la BVC son iguales, el custodio verifica la disponibilidad de títulos/recursos para el cumplimiento. En el caso de las compras, el administrador deberá haber entregado los recursos para el pago de la operación previo a este paso. Si la verificación de títulos/recursos es positiva, el custodio aceptará a través de los sistemas de la BVC el cumplimiento de la operación. (admisión)
7. El custodio realizará el cumplimiento de la operación en los depósitos
8. El depósito generará la marcación en cuenta a nombre de quien se registren los títulos
9. El Banco de la República debitará/acreditará los recursos.
10. La BVC reflejará en sus sistemas el cumplimiento de la operación.
11. El custodio informará al administrador del cumplimiento de la operación.

Todo lo expuesto anteriormente, demuestra que el mercado colombiano ha generado importantes desarrollos tecnológicos como respuesta a un cambio regulatorio que busca acercar los estándares locales de custodia hacia prácticas internacionales.

Gracias al Decreto 1498, la custodia ha tomado un rol importante en el mercado de valores, el cual probablemente aumentará a medida que otros fondos diferentes a FICs empiecen a necesitar los servicios de custodia, ayudando positivamente en el desarrollo del mercado de capitales.

5. Recomendaciones Internacionales al Negocio de Custodia Global

Teniendo en cuenta publicaciones recientes, como el Securities Markets Risks Outlook, publicado por el International Organization of Securities Commissions en Octubre de 2013, es posible determinar que los mercados financieros en economías emergentes están cada vez más interconectadas con las economías de mercados desarrollados en temas como el crecimiento, impacto que tiene las regulaciones financieras e implementación de herramientas financieras.

En este sentido, una mayor coordinación entre el mercado de economías emergentes y el mercado de economías desarrolladas es fundamental para asegurar que entre estos mercados se siga promoviendo la eficiencia y transparencia aún, cuando en cualquiera de los mercados se experimente cierto tipo de turbulencia.

En el ámbito de tomar decisiones acertadas y en el momento correcto, es imperativo que tanto inversionistas, reguladores y otros participantes del mercado permanezcan siempre alerta sobre los nuevos riesgos que se desarrollan en cualquier tipo de mercado financiero y que potencialmente pudieran ocasionar un riesgo sistémico en el mercado local.

Haciendo un poco de historia económica reciente, es importante mencionar que la reciente crisis financiera mundial, conocida inicialmente como la crisis sub-prime en Estados Unidos en el año 2008, y que después contaminó prácticamente la totalidad de los mercados financieros desarrollados, ha ocasionado que se cuestionen una gran variedad de supuestos y regulaciones en los mercados financieros, y cómo en la gran mayoría de ocasiones, el mercado ha demostrado que avanza de una manera más rápida que la regulación misma.

Producto de esta crisis financiera, los mercados tuvieron un periodo de contracción muy pronunciado, generando secuelas financieras en una gran cantidad de instituciones financieras e inversionistas, tanto de naturaleza jurídica como naturales.

Después de un tiempo prudente, se realizaron múltiples investigaciones que cuestionaron cómo había sucedido esta crisis, y cómo la regulación existente no cumplió

con las expectativas para generar las alarmas necesarias para prevenir, o, por lo menos mitigar los efectos que la causaron.

Teniendo como precedente la crisis mundial y, como cualquier mercado económico después de una crisis tan pronunciada, han existido una gran variedad de oportunidades que diferentes instituciones financieras han aprovechado. Dentro de estas oportunidades generadas por la implementación de políticas monetarias expansionistas, podemos evidenciar que, debido a los bajos niveles de interés en los diferentes mercados financieros, una gran cantidad de inversionistas han encontrado en el mercado de capitales la oportunidad para acceder a nuevos recursos, lo que ha generado que la emisión de bonos se haya quintuplicado, pasando de \$90 billones de dólares en el año 2008 a \$450 billones de dólares en el año 2012. (IOSCO International Organization of Securities Commissions, Octubre 2013)

Adicionalmente, en las economías de mercados emergentes, denominada en inglés EME (Emerging Market Economies), se ha producido que los niveles de manejo de capitales, a través de inversión extranjera directa y préstamos bancarios en los mercados después de la crisis, hayan regresado a niveles que se manejaban antes de la crisis en un periodo muy corto de tiempo. Esto se evidencia en que según el estudio de la IOSCO, en el año 2007 (antes de la crisis) se llegó a ver un flujo de capitales de USD 1.240 trillones y, en el año 2010 (después de la crisis) se han experimentado picos de USD 1.180 trillones.

Este resurgimiento en el flujo de capitales en los mercados financieros, especialmente los flujos de capitales a través de mercados emergentes, puede llegar a generar que se tenga que pensar en cómo adaptar la regulación de los diferentes participantes en el mercado financiero para generar una mayor seguridad en la cadena de valor entre el mercado de valores y los inversionistas.

En mercados internacionales, es común que grandes inversionistas e inversionistas calificados utilicen los servicios de diferentes participes en el mercado financiero que le permiten a estos invertir de una manera más segura y eficiente y que a la vez le permita acceder de una manera fácil a diferentes mercados financieros para desarrollar sus estrategias de inversión.

Dentro de esta perspectiva, los custodios globales son el mecanismo a través del cual se canaliza una gran cantidad de recursos en diferentes mercados financieros, lo que permite brindarle a grandes jugadores una gran variedad de servicios para cumplir con sus estrategias de inversión, cumpliendo no sólo con la regulación implementada en cada legislación financiera, sino representando sus derechos económicos sobre las inversiones realizadas.

Tal y como se expuso en el capítulo anterior, los servicios ofrecidos por un custodio global difieren de los servicios ofrecidos por los custodios en el mercado local colombiano. Esta diferencia se puede haber generado y se sigue generando por varias razones, entre las cuales podemos encontrar la limitación en la regulación o la falta de profundización en el mercado para implementar una serie de servicios de mayor complejidad.

Debido a las condiciones cambiantes, a nivel internacional se han creado diferentes entidades con el objetivo de brindar recomendaciones sobre los mercados financieros y asuntos económicos. Dentro de este grupo de empresas encontramos “The Group of Thirty”, ISSA (International Securities Services Association), OMGEO y Global Custodian entre otros, las cuales son asociaciones creadas por los principales jugadores de los mercados financieros y ejecutivos de alto reconocimiento en el mercado internacional, tales como Chase, Citibank, Deutsche Bank, Dresdner Bank, HSBC, Nomura, State Street, JP Morgan y UBS entre otros; buscando mejorar la regulación de los mercados financieros por medio de la publicación de recomendaciones de mejores prácticas que se deberían implementar por parte de los actores de los mercados o en su defecto, modificar la regulación en sí por parte de las autoridades de cada mercado.

En los últimos años, dichas entidades han publicado una serie de recomendaciones y propuestas mencionando múltiples aspectos sobre los mercados financieros. Sobre dichas recomendaciones, hemos recopilado las sugerencias que consideramos más importantes relacionadas a las mejores prácticas que debería existir en relación al negocio de custodia.

Estas recomendaciones han surgido por diferentes motivos, tales como la promoción para interrelacionar mejor a los diferentes mercados financieros, hacer más transparente el proceso de negociación y cumplimiento y reducir los costos ocultos que se generan para las

diferentes partes por las transacciones fallidas, las cuales son causadas por una variedad de factores.

Con base en la publicación de OMGEO, How to Make Settlement More Efficient and Less Risky, publicada en mayo de 2012, las siguientes tablas presentan los porcentajes de transacciones fallidas en los mercados financieros principales y en los mercados financieros de economías emergentes.

Tabla 3 – Transacciones fallidas en mercados financieros principales o desarrollados

Mejor Desempeño		
Market	Equity	Fixed Income
France	0%	0%
Korea	0%	0%
Greece	1%	0%
Australia	1%	0,5%
New Zealand	2%	1%

Peor Desempeño		
Market	Equity	Fixed Income
Portugal	10%	5%
Israel	7,5%	7%
Austria	4%	4,3%
Germany	5%	0%
Nordic Markets	5%	0%

Tabla 4 – Transacciones fallidas en mercados financieros en economías emergentes

Mejor Desempeño		
Market	Equity	Fixed Income
Taiwan	0%	0%
Vietnam	0%	0%
Turkey	0%	0%
Malasyia	0,3%	0,3%
Poland	0,4%	0,8%

Peor Desempeño		
Market	Equity	Fixed Income
Zimbabwe	10%	7%
Russia	12%	5%
Argentina	7,5%	7,5%
Hungary	3,8%	6,3%
Ukraine	10%	0%

Teniendo como referencia la información anterior, es posible identificar ciertas diferencias abismales en cuanto al porcentaje de transacciones fallidas en los diferentes mercados, diferencias que son generadas por múltiples factores, pero que a larga, impiden que dichos mercados se desarrollen de manera eficiente.

Adicionalmente, hay que tener en cuenta cual es el significado que esto conlleva de cara a los inversionistas y a los propios agentes del mercado, afectando la rentabilidad de los primeros y generando un aumento de costos operativos para los últimos.

Entender las causas reales por las cuales se generan transacciones fallidas en el proceso del cumplimiento es quizás uno de los motivos de mayor preocupación para la alta gerencia de diferentes actores del mercado como bancos, brókers, inversionistas, custodios y reguladores del mercado.

Para entender estas causas, OMGEO presenta las principales causas de transacciones fallidas, dentro de las que encontramos las siguientes en orden de importancia:

- Errores en las instrucciones de cumplimiento (data de instrucciones de cumplimiento)
- Fallo deliberado por parte de las contrapartes
- Diferencias en los tiempos de cumplimiento de las operaciones de títulos y de dinero.
- Falta de penalidades por los fallos de negociación
- Falta de acciones para ser prestadas
- Falta de servicios de match en las negociaciones

Con base en lo anterior, podemos tener una idea de cuáles son las principales causas que generar transacciones fallidas en el cumplimiento, pero consideramos que es igual de importante entender cuáles son los incentivos de los agentes del mercado para no incumplir o generar transacciones fallidas. En este punto, el documento plantea que los principales incentivos para generar un cumplimiento exitoso y a tiempo son los siguientes:

- Riesgo de incurrir en una multa financiera
- Requerimientos regulatorios
- Consideraciones referentes a los costos internos

Según esto, es importante rescatar el poder disuasorio que tienen las multas que podrían ser impuestas por el regulador del mercado en caso que los agentes no cumplan las operaciones en el tiempo establecido. Esto evidencia como el ente regulador se convierte en una figura relevante para el mercado al no solo realizar su labor de vigilancia, sino estar constantemente estudiando la regulación para modificarla y actualizarla con base a los cambios que el mismo mercado demanda.

Tal y como lo mencionábamos anteriormente, vale la pena aclarar cuál es el impacto monetario que conlleva la pérdida de transacciones en el proceso de cumplimiento. De acuerdo a OMGEO, en el mercado de renta variable en 39 grandes mercados o economías, este costo oscila entre USD\$976 y USD2.9 billones por año, mientras que en el mercado de

renta fija para 35 grandes mercados o economías oscila entre USD\$308 millones y USD\$925 millones.

Estas cifras, en comparación con los volúmenes totales manejados en dichos mercados pueden no ser tan significativo, pero es un costo que deben asumir los actores del mercado contra su rentabilidad, castigando implícitamente a todos los inversionistas. Si bien es cierto que puede ser una cifra no tan significativa para los grandes mercados, sí pudiera llegar a ser un problema de importancia en los mercados de economías emergentes, en donde el porcentaje de fallas en las transacciones es muy superior al de mercados desarrollados, impactando la rentabilidad de los agentes del mercado de manera más contundente.

Dentro de los estándares que han sido publicados por las entidades ya mencionadas, consideramos que las principales recomendaciones a tener en cuenta para el mercado de custodia son las siguientes.

- I. Implementar un esquema real de entrega contra pago (Real delivery versus payment - DvP) por medio de procesos STP (Straight through processing)
- II. Adoptar un ciclo de cumplimiento más corto (T+1) de forma que no se aumente el riesgo operacional
- III. Minimizar las restricciones al financiamiento y a la liquidez permitiendo el préstamo de acciones, la colateralización cruzada y el uso de REPOS y neteo (securities lending).
- IV. La eliminación de procesos con papeletas (strip-less settlement)
- V. La aplicación de procesos que faciliten el cumplimiento.
- VI. El manejo de cuentas OMNIBUS

Respecto a la importancia de la primera recomendación, lo que usualmente se utiliza en los mercados desarrollados es lo que se denomina un “Real DvP”, en el cual la intervención de procesos manuales o la intervención humana es nula o reducida a su máxima expresión. Esto conlleva a que la mayoría de los procesos sean totalmente automatizados para aumentar la eficiencia del mercado, tanto desde el punto de vista de velocidad como desde el punto de vista de reducción de costos. Para realizar procesos Real DvP, es casi

imperativo la utilización de procesos STP, en el cual aumenta la automatización de los procesos.

Dentro de los muchos casos para analizar dentro del proceso de cumplimiento que tiene la implementación STP en los procesos de cumplimiento, a continuación presentamos dos (2) ejemplos en los cuales se utiliza el STP para disminuir el riesgo operativo en la cadena de valor de cumplimiento.

El proceso de cumplimiento en mercados emergentes involucra, generalmente, una gran cantidad de procesos manuales, tal como el que puede existir en el que el personal del custodio tenga que estar constantemente vigilando una pantalla informativa de la Bolsa de Valores para verificar si existen órdenes asignadas a este para cumplimiento, para después comparar dichas órdenes en los sistemas internos del custodio y confirmar el cumplimiento de las diferentes órdenes.

Esto proceso en sí, significa no solo tener una gran cantidad de personas vigilando el proceso, sino aumentar el riesgo operativo que genera un proceso manual donde está implícito el riesgo de error humano. El siguiente gráfico presenta de manera esquemática cómo es el impacto de tener un proceso manual y un proceso STP en la verificación de las órdenes dentro del proceso de cumplimiento.

Gráfico No. 4 - Esquema bajo un proceso manual

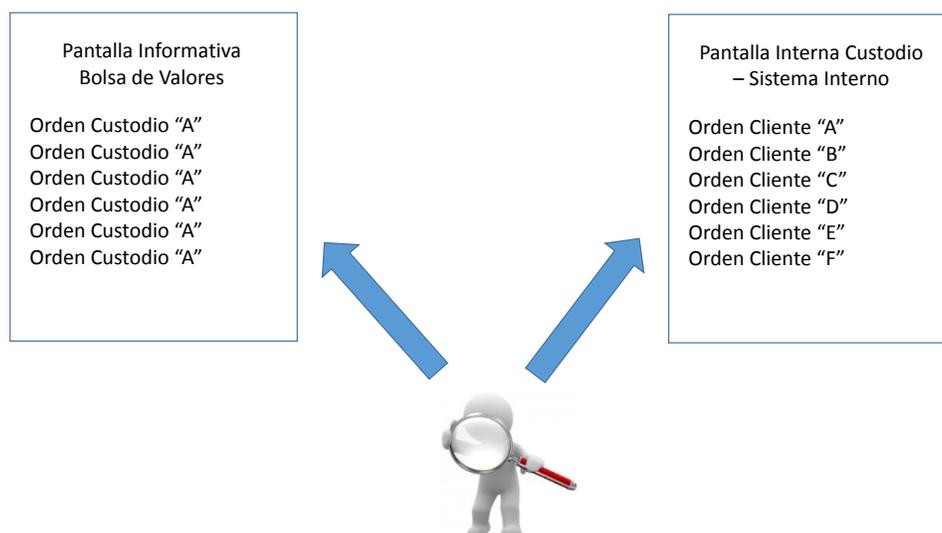
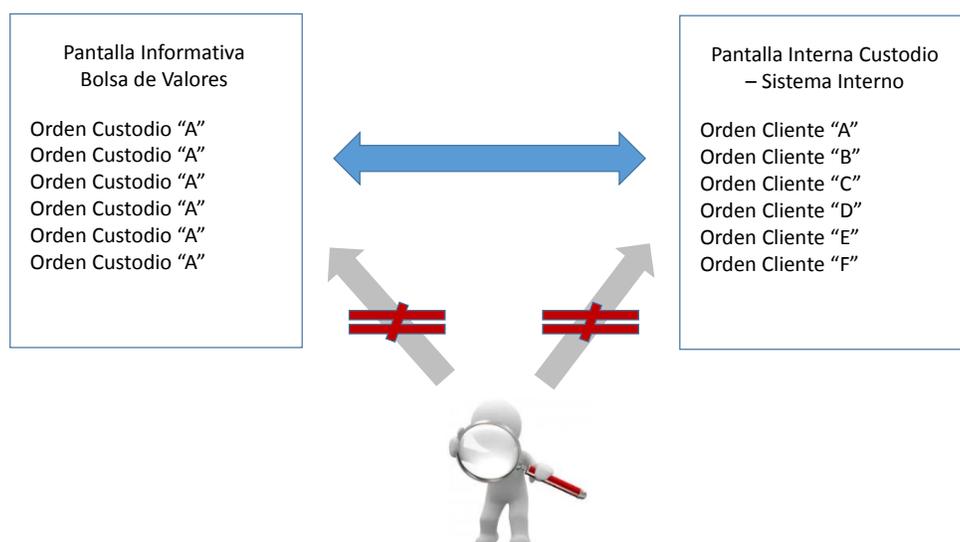


Gráfico No. 5 - Esquema bajo un proceso STP



De lo anterior podemos evidenciar que dentro del proceso STP, la verificación se realiza de manera automática, eliminando una parte del riesgo operacional dentro del proceso de cumplimiento y a la vez aumentando la rapidez en la verificación de las órdenes pendientes de cumplimiento.

El segundo ejemplo para implementar procesos STP en la cadena de valor para inversionistas extranjeros en un mercado local, sería el manejo de Fx. En este proceso, la implementación de un proceso STP sería en la medida en que cuando el inversionista envíe una orden para la compra de títulos, automáticamente dicha orden genera una orden para la negociación de las divisas necesarias para cumplir la operación en el mercado local. Este proceso sería viable en la medida en que el bróker del inversionista tuviera servicios de compra y venta de divisas y un preacuerdo con el inversionista para la utilización de dicho proceso.

Este proceso en sí, ahorra tiempo valioso para el inversionista en la medida en que éste no tendrá que estar pendiente de la compra de divisas ni estar pendiente de negociarlas en el mercado, sino que será el mismo bróker el encargado de este proceso. Adicionalmente, este proceso permitiría disminuir el riesgo de incumplimiento de la operación, disminuyendo riesgos para ambas partes.

Respecto a la recomendación de disminuir los ciclos de cumplimiento de forma que no aumente el riesgo operacional, ésta ha sido una recomendación reiterada por muchas organizaciones, ya que el objetivo detrás de esta proposición es que al implementar sistemas automatizados (STPs), el proceso de cumplimiento total debería disminuir para hacer que el mercado se mueva más rápido para las diferentes partes involucradas. Esto, a su vez, conlleva a que la velocidad de los mercados crezca, generando una madurez del mismo.

Adicionalmente, esta recomendación influye de manera positiva en el riesgo operativo de los brókers, ya que son estos los que asumen la posición en T+0 y son éstos los responsables de la operación en caso de existir problemas en el cumplimiento.

En torno a esto, se busca tener una práctica internacional de ciclos de cumplimiento iguales, pero este cambio sólo se logrará con cambios regulatorios.

Uno de los argumentos más fuertes para acortar el ciclo de cumplimiento es que al estar una operación menos tiempo abierta o pendiente de cumplimiento, se disminuirá el riesgo que una de las partes se vuelva insolvente o quiebre.

Como lo describió la “Securities and Exchange Commission (SEC) de Estados Unidos en 2004 en una propuesta para reducir los ciclos de cumplimiento, el tiempo es igual a riesgo. Adicionalmente, estos riesgos generan la necesidad de mayores provisiones de liquidez, costos de garantías para los participantes del mercado y cámaras centrales de riesgo de contraparte.

Para el G30, la meta final para minimizar el riesgo de contraparte y la exposición del mercado asociada con la transacción de activos, es llegar a un cumplimiento el mismo día de la negociación. Sin embargo, para llegar a este punto es necesario un cumplimiento 100% STP, de lo contrario la recomendación sería cumplimiento en T+1.

Ya existen mercados que han adoptado ciclos de cumplimiento más cortos, como es el caso de varios mercados asiáticos y del mercado europeo. Este último es el más evolucionado en este tema, al haber conseguido a través del proyecto Target2Securities (T2S) construir un solo depósito de valores por parte del Banco Central Europeo y

armonizar los ciclos de cumplimiento en T+2 en un mercado que sostiene un sistema multi-moneda que cumple operaciones en el mercado cambiario de divisas. Este cambio está en vigencia en la Unión Europea desde marzo de 2014 a través de las modificaciones a las directivas 98/26/CE y 2014/65/UE y el Reglamento (UE) No. 236/2012, Capítulo II Artículo 5 sobre plazos de liquidación.

Por otro lado, los mercados de Estados Unidos y Canadá, que actualmente tienen un ciclo de T+3, han aumentado eficiencia al requerir a los participantes del mercado a realizar un match del 90% sus operaciones en T+1, a través del “National Instrument 24-11 mandate”. Esto muestra que la voluntad de estos mercados es también hacia menores ciclos de cumplimiento.

Los custodios y sus clientes no están de acuerdo frente a cuál es la mayor causa que genera las operaciones fallidas, ya que cada uno protege su posición frente al mercado. Sin embargo, si se han puesto de acuerdo respecto a una manera de disminuir el porcentaje de operaciones fallidas (10% para renta variable y 7% para renta fija), el cual consiste en cobrar penalidades a cada parte si no realiza la compensación de la operación a tiempo. Respecto a esto, la Comisión Europea ha patrocinado, en sus propuestas regulatorias sobre compensación de activos, la idea de imponer una penalidad financiera a los fallos en compensación y cumplimiento.

En mercados desarrollados, las restricciones al financiamiento y a la liquidez permitiendo el préstamo de acciones es cada vez menor, es decir, se permite que los actores del mercado (custodios) sean capaces de brindar liquidez para generar un mercado más profundo y que a la vez disminuyan las transacciones fallidas, disminuyendo los costos o pérdidas de las partes.

La eliminación de procesos con papeletas es una de las recomendaciones que se siguen insistiendo para los diferentes mercados, ya que esto implícitamente genera procesos manuales, aumentando el tiempo en que se puede llevar a cabo el proceso de cumplimiento e induciendo al aumento en el riesgo operativo en el proceso.

Sobre este proceso, si se considera eliminar la impresión o manipulación de papeletas de las transacciones y se propone un manejo virtual de las mismas, quizás se

pueda considerar que los procesos de cumplimiento puedan disminuir, y a la vez, pensar en liberar cargas en los procesos manuales del backoffice en el cumplimiento. Esta eliminación permitiría disminuir los posibles errores que pueden ser cometidos en el manejo físico de los documentos, tales como pérdidas y envío de documentos incorrectos.

En mercados desarrollados, es muy común el manejo de cuentas ómnibus para el movimiento de inversiones a través de los diferentes mercados. Este manejo de cuentas permite generar los préstamos de activos (securities lending) y generar liquidez en el mercado.

Sin embargo, es curioso ver que en los últimos años y a raíz de la crisis sub-prime se ha vuelto a establecer la discusión sobre si mantener las cuentas ómnibus o si tener cuentas de beneficiario final, generando segregación, mayor control sobre los activos bajo custodia y minimizando el riesgo.

Desde la crisis financiera de 2008, el foco regulatorio ha girado en torno a reducir el riesgo sistémico y aumentar la transparencia y otros factores que se encontraban en la agenda previa a la crisis, tales como reducción de costos, eficiencia del mercado se mantienen, pero han pasado a un segundo plano. Incluso el cumplimiento de las normas de Basilea 3 han aumentado en importancia y su impacto en intermediarios puede variar dependiendo de su composición de capital.

6. Recomendaciones para el mercado colombiano y Conclusiones

6.1 Recomendaciones

El mercado colombiano ha evolucionado de manera exponencial, tanto por su crecimiento como por su desarrollo como jugador regional. Esto ha generado que se realizaran importantes cambios en términos de infraestructura y legislación. Sin embargo, aún existen importantes obstáculos para el pleno desarrollo de este mercado.

Teniendo esto en cuenta y gracias a la investigación realizada, expondremos recomendaciones que bajo nuestro análisis son los procesos más urgentes a corregir en el mercado colombiano. Hay que tener en cuenta que el orden en que se describirán las recomendaciones no implica mayor importancia de alguna de ellas.

1. Buscar la autorregulación en el mercado a través de la exigencia de estándares internacionales.

El crecimiento de la inversión ha hecho que se creen nuevos productos, nuevas formas de inversión y que el mercado deba estar a la altura de las necesidades. Los reguladores de los países más desarrollados han logrado entender que el crecimiento del mercado es más veloz que la legislación que lo regula y controla. Es por esto que, hoy en día, la regulación en términos de inversión, tanto local como extranjera, es mucho más cambiante que en el pasado. (García, 2004)

Sin embargo, es importante aclarar que el comportamiento de mercados evolucionados como el europeo no se rige únicamente por las normas de los reguladores, sino que son mercados autorregulados donde los estándares de mejores prácticas son utilizados por los participantes

Colombia es un mercado sobre regulado, en el cual no es utilizado el modelo de Banca Universal, lo cual genera un número muy amplio de instituciones financieras diferentes para las cuales existe una regulación específica. Adicionalmente la extensa regulación nunca puede cambiar al ritmo del mercado, por lo que en pocos años puede generar restricciones y problemas más graves que los que busca proteger o evitar.

Para evitar las extensas regulaciones que buscan cubrir todos los aspectos posibles, se debe acoger una autorregulación del mercado de valores, la cual se base en prácticas internacionales y no en sanciones. De esta manera los proveedores de servicios financieros se podrán diferenciar por su servicio y serán sus clientes quienes exigirán las mejores prácticas.

Las prácticas deben armonizarse entre las regiones, es decir buscar por ejemplo en Suramérica estándares mínimos para todos los intermediarios financieros, esto también beneficiaría al mercado de inversión extranjera, el cual podría contar con los mismos estándares en una región.

Los estándares que busca el mercado Colombiano hoy en día por medio de regulaciones como el Decreto 1243 son interesantes, sin embargo la manera a través de la cual se establecen como obligatorios para alguno y para otros no, hace que la actividad de custodia no pueda ser evaluada como un servicio con beneficios, sino como un sobre costo.

2. Establecimiento de Bancos Custodios

La norma colombiana exige que la actividad de custodia sea realizada por Sociedades Fiduciarias, mientras que en el resto del mundo los custodios son Bancos.

El cambio hacia Bancos custodios le daría un valor agregado al modelo, ya que los custodios podrían dar liquidez al mercado dando líneas para el cumplimiento. Los bancos pueden asumir riesgo de crédito, mientras las Sociedades Fiduciarias restringen la liquidez al tener que solicitar los recursos a sus custodiados antes del cumplimiento para poder realizar el match de las operaciones.

3. Desarrollar los mecanismos de comunicación y de infraestructura de mercado que garanticen un DCP real

En Colombia las comunicaciones aún son muy elementales en el traslado de fondos. Esto se da principalmente porque no se ha implantado un mecanismo de comunicación tipo Swift para las transacciones locales. La principal razón es que dado el tamaño de las entidades no se alcanza a generar necesidad y la mensajería automática se ve como un sobre costo. Por

más increíble que parezca, muchas transacciones de efectivo se instruyen todavía a través de cartas físicas que son entregados por parte de mensajeros.

Adicional a lo planteado, se hace necesario tener una cámara de riesgo que permita limitar el riesgo de contraparte y de esta manera realizar DVPs reales.

4. Armonizar los ciclos de cumplimiento a T+2

Una de las razones por las que la renta variable se ha negociado históricamente en T+3 es porque cuando se iniciaron las transacciones bursátiles todos los procesos eran manuales, lo que requería de este tiempo para poder cumplir las operaciones.

Hoy en día los mercados son electrónicos y los procesos de comunicación son más rápidos y más efectivos.

En Colombia por ejemplo, la renta fija se cumple en T+0, generando en nuestra opinión, un aumento en el riesgo. Esta situación la podemos comparar con la mayoría de mercados desarrollados, en donde el tiempo usual de cumplimiento para el mismo tipo de instrumentos financieros es entre T+1 y T+2.

Esto nos lleva a recomendar armonizar los tiempos de cumplimiento de renta fija y renta variable a T+2, introduciendo también la obligación de lograr por lo menos un 70% a 90% de match en las operaciones en T+1. De esta manera se disminuye el riesgo de contraparte y se ayuda a generar liquidez para las operaciones de renta fija, que hoy en día son T+0. El plazo de T+2 también es prudencial para las operaciones de inversionistas extranjeros de capital.

Este cambio también estandarizaría el mercado Colombiano con las tendencias en prácticas internacionales y con otros mercados.

5. Eliminación del GMF

El gravamen a los movimientos financieros (GMF) debe ser abolido de manera inmediata para poder llegar implementar las dos recomendaciones anteriores.

Este gravamen restringe la liquidez en el mercado y genera sobrecostos absurdos para el mercado.

6. Eliminación de papeletas físicas

La información de las negociaciones debe viajar de manera electrónica hacia los diferentes actores del mercado. Esto generaría importantes avances para lograr un DVP real y adicionalmente mayor transparencia en el mercado para los inversionistas.

Esta recomendación puede ser ligada con la necesidad del mercado de contar con mecanismos de comunicación eficientes tipo Swift.

6.2 Conclusiones

Durante la realización de este trabajo se logró establecer una comparación clara del mercado colombiano de custodia frente a las prácticas o realidades del mercado internacional, lo que dio como resultado unas recomendaciones para aplicar localmente.

Adicional a las recomendaciones descritas en páginas anteriores, encontramos las siguientes conclusiones frente al mercado colombiano de custodia y su evolución frente a los mercados internacionales:

- La crisis financiera mundial del 2008 elevó la importancia del custodio global y sus funciones en el cumplimiento de operaciones y salvaguarda de activos. De la misma manera, la crisis local por la caída de Interbolsa en 2011 hizo ver a los reguladores y al mercado la importancia de contar con un servicio de custodia con parámetros y responsabilidades definidas. Esto ha ayudado a que el mercado se mueva a estándares internacionales, así inicialmente esta práctica sólo sea requerida para Fondos de Inversión Colectiva. Pensamos que a futuro la custodia logrará importantes desarrollos para el mercado y así se reflejará este servicio como un valor agregado y no como un sobrecosto.
- El mercado colombiano es aún demasiado insipiente en términos de automatización y control de riesgos.

- El mercado está sobre regulado y para poder llegar a estándares internacionales y que sus prácticas avances a la velocidad del mercado, se deberá cambiar la cultura de regulación excesiva por autorregulación.

7. Bibliografía

Bibliografía

- Botero, M. R. (1994). La inversión extranjera de portafolio en Colombia. *Revista de derecho privado*, 79 a 183.
- Chinonyelum, U. (Junio de 2012). Creating a charge over custody assets. *International Financial Law Review*, 31(5), 87-87.
- Comptroller of the Currency Administrator of National Banks. (2012). *Custody Services Comptrollers's Handbook*. Comptroller of the Currency Administrator of National Banks.
- Fabozzi, F. J., Modigliani, F., & Ferri, M. G. (1996). *Mercados e Instituciones Financieras*. Mexico: Prentice Hall.
- Fodder, R. (Agosto de 2011). What is the true role and value of custody within correspondent banking? *Journal of Securities Operations & Custody*, 4(2), 148-156.
- Fodder, R. (Agosto de 2011). What is the true role and value of custody within correspondent banking? *Journal of Securities & Custody*, 4(2), 148-156.
- Ganado, M. (Noviembre de 2010). Custodial operations in Malta: Current opportunities. . *Journal of Securities Operations & Custody*, 3(3), 218-225.
- García, C. A. (2004). *La inversión extranjera de portafolio en Colombia*. Bogota: Universidad Externado de Colombia.
- Grencon, L. (Octubre de 2008). Asset management industry: current rules and perspectives. *International Tax Review*(43), 3-36.
- Hayes, S. L. (1993). *Financial Services: Perspectives and Challenges*. Boston: Harvard Business School Press.
- IOSCO International Organization of Securities Commissions. (Octubre 2013). *Securities Markets Risk Outlook*. www.iosco.org/research: IOSCO.

- ISSA International Securities Services Association. (Junio 2012). *Global Principles for Corporate Actions and Proxy Voting*. Zurich: www.issanet.org.
- ISSA International Securities Services Association. (Junio 2012). *Operating Committee Working Group 1: Regulatory, Trends and Initiatives Affecting Custodians, Clearers and (I)CSDs; Impacts and Implications*. Zurich: www.issanet.org.
- ISSA International Securities Services Association. (Junio 2012). *Operating Committee Working Group 2: Hidden Risks in the Securities Services Industry - A Sampling of Consequences to Custodians, Clearers and (I)CSDs*. Zurich: www.issanet.org.
- ISSA International Securities Services Association. (Junio 2012). *Operating Committee Working Group 3: Communication Standards and Reference Data*. Zurich: www.issanet.org.
- Junta Directiva de Asociación Internacional de Servicios Financieros. (2000). *ISSA Recommendations 2000*. Zurich: NZZ Fretz AG.
- Klees, E. (Noviembre de 2012). How Safe Are Institutional Assets in a Custodial Bank's Insolvency? *Business Lawyer*, 68(1), 103-135.
- Levi, M. D. (1997). *Finanzas Internacionales*. Mexico D.F.: McGraw-Hill Interamericana Editores S.A. de C.V.
- OMGEO. (2014). How to make settlement more efficient and less risky: The global move towards shorter settlement cycles as a significant driver of operational change. *OMGEO Review*, 2. Obtenido de www.omgeo.com.
- Palvailin, J. (Noviembre de 2010). The impact of Target 2 Securities on sub-custodians. *Journal of Securities Operations & Custody*, 3(3), 210 - 217.
- Pérez, R. L. (27 de Septiembre de 2013). BNP abre su cuarto negocio en Colombia. *La República*.
- Pineda, J. G. (2010). *Dinero, banca y mercados financieros, Loas países emergentes en la economía global*. Bogota: Banco de la República/Editorial Alfaomega.

Portafolio. (29 de Septiembre de 2013). Industria y TIC impulsan la inversión directa.

Rand, Andrew. (2010). The great risk vs. compensation debate. *Journal of Securities Operations & Custody*, 202 - 209.

Santomero, A., & Babel, D. (2001). *Financial Markets, Instruments & Institutions*. New York: McGraw-Hill.

Schmukler, A. d. (2006). *Emerging Capital Markets and Globalization*. Washington: Banco Mundial.

Schnaitt, G. (Spring de 2012). Investigating the role of the sub-custodian in risk mitigation. *Journal of Securities Operations & Custody*, 4(4), 369 - 374.

Singh, A. K., Allen, D. E., & Robert, P. J. (2012). Extreme market risk and extreme theory. *ELSEVIER*.

Stähli, U. (2012). Hidden risks of disruptive change due to regulatory evolution or shifts in servicing conventions: The global custodian liability example. *Journal of Securities Operations & Custody*, 5(2), 134-144.

The Group of Thirty. (2003). *G30 Proposes Major Reforms for Global Securities Markets*.

Tsai, B. J., & Magidson, M. A. (Winter de 2012/2013). Counterparty risk management for today and the future. *Journal of Securities Operations & Custody*, 5(3), 203-211.

Vicente Menezes, F. J., & Marzába, Ó. R. (2012). La Crisis Financiera Global en Perspectiva: génesis y factores determinantes. *Revista de Economía Mundial*, 199-226.