

Recuadro 4 Tiempo de liquidación en el mercado de contado local

En la actualidad el tiempo de compensación y liquidación de una operación de contado en la mayoría de los mercados internacionales es de dos días hábiles ($t + 2$). En Colombia la mayor parte de las operaciones del mercado de contado dólar/peso y de deuda pública y privada se compensa y liquida el mismo día de la negociación. Este recuadro analiza las implicaciones de que Colombia se acerque al estándar internacional.

Para tal fin, se comienza definiendo el ciclo de liquidación de una operación de contado; luego, se describe la evolución de las iniciativas para establecer un estándar internacional y se presenta la situación actual del ciclo en los mercados internacionales y en Colombia. Después, se describe los beneficios y desventajas de la ampliación del ciclo de liquidación y se muestra los resultados de un sondeo a los participantes del mercado de deuda pública local. Por último, se presentan unas consideraciones finales.

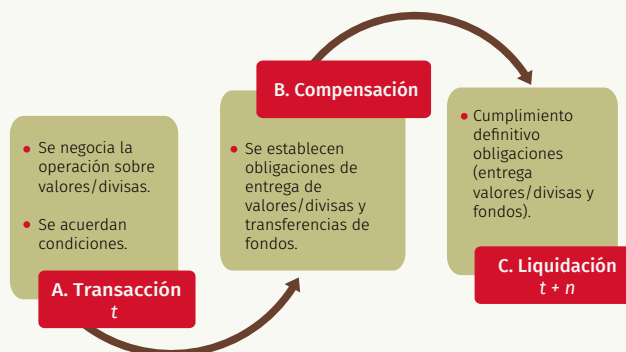
1. Ciclos de compensación y liquidación

Se define como ciclo de compensación y liquidación de una transacción el período existente entre la fecha de negociación de una operación y su cumplimiento. El ciclo comienza con la ejecución de la transacción en el tiempo t , cuando las partes cotizan y cierran, por un medio verificable, las condiciones del negocio. Luego, se determinan las obligaciones de entrega de valores/divisas o transferencia de dinero entre participantes, reconciliando compras y ventas de títulos/divisas y transferencias de fondos entre entidades, bilateral o multilateralmente, validando disponibilidad de fondos y asegurando entrega de valores/divisas. Finalmente, en $t + n$ se cumplen definitivamente las obligaciones de la operación: la parte vendedora entrega valores/divisas y la compradora los fondos (Diagrama R4.1).

2. Establecimiento de ciclos de compensación y liquidación en los mercados internacionales

Varias iniciativas intentaron establecer el número óptimo de días para el cumplimiento definitivo de las obligaciones de una operación de contado.

Diagrama R4.1
Ciclo de compensación y liquidación



Fuente: Banco de la República (DSIF).

La primera fue liderada por el Grupo de los 30 (G30) —cuerpo internacional para la profundización de la comprensión de los problemas económicos y financieros mundiales— a finales de los ochenta. Buscaba minimizar el riesgo de contraparte y de mercado (al disminuir tiempo de exposición) y estandarizar el ciclo de liquidación en los mercados internacionales, recomendando la liquidación de una operación en máximo tres días: $t + 3$ (disminuyendo desde $t + 5$ o más días, utilizado en el momento). Luego, al comienzo de la primera década del siglo actual, CPSS e IOSCO reafirmaron la recomendación, e incluso propusieron disminuir aún más el número de días.

A partir de la crisis crediticia de 2008 la industria financiera incrementó su interés por disminuir el riesgo, aumentar la transparencia y mejorar la eficiencia asociada a las transacciones en los mercados de valores. Este interés dio lugar a una nueva serie de regulaciones e iniciativas¹, que incluían temas de compensación y liquidación de operaciones y algunas, inclusive², proponían la implementación del ciclo de liquidación y compensación dos días después de la negociación ($t + 2$), como estándar del mercado.

Incluso una liquidación en menor tiempo ($t + 1$ o $t + 0$) se pudo establecer como estándar, sin embargo, se consideró inviable por el impacto que tendría en contrapartes extranjeras y por el límite temporal que impondría a la conciliación de operaciones y a la gestión de errores³.

1 Como la ley Dodd Frank (título VIII: Supervisión de pagos, compensación y liquidación) en los Estados Unidos; la regulación europea de las infraestructuras de mercados (EMIR, por su sigla en inglés,) y la directiva sobre mercados de instrumentos financieros (MiFID, por su sigla en inglés) en Europa.

2 Reglamento (UE) 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores. En borrador desde 2012 y en aplicación desde enero de 2015. Estableció la armonización de los ciclos de liquidación en la UE en $t + 2$.

3 Boston Consulting Group (2012) "Cost Benefit Analysis of Shortening the Settlement Cycle".

Es así como la liquidación en $t + 2$ se convierte en estándar de mercado siendo introducida en Hong Kong en 2011; en 23 países miembros de la Unión Europea en 2014; en Australia en marzo de 2016 y en los Estados Unidos y Canadá en 2017. En Japón se cambió a $t + 1$ en deuda pública en 2018 para locales y está programado el cambio a $t + 2$ en acciones para 2019 (Cuadro R4.1).

El ciclo de liquidación de contado de divisas es de dos días después de transacción $t + 2$ para la mayoría de tasas de cambio, con excepción de los intercambios con dólar canadiense (CAD), peso filipino (PHP) y lira turca (TRY), que liquidan en $t + 1$.

Si bien la tendencia general en los países de la muestra ha sido la reducción del ciclo de liquidación a $t + 2$, al encontrar un balance entre el incremento del riesgo de contraparte y de mercado y la disminución de riesgo operativo, se encontraron dos casos en los que el ciclo de liquidación fue ampliado:

1. En 2007 en México se amplió el plazo de liquidación en el mercado accionario, de $t + 2$ a $t + 3$, para facilitar operaciones con los Estados Unidos, el cual tenía plazo de liquidación en ese entonces de $t + 3$.
2. En Rusia la liquidación en los mercados accionario y de bonos migró en 2013 desde $t + 0$ a $t + 2$, permitiendo vincular la bolsa de Moscú con depósitos de valores (Euroclear y Clearstream), dando acceso a recursos extranjeros y acoplando a Rusia al mandato de la Comisión Europea.

3. Ciclos de compensación y liquidación en Colombia

Los ciclos de compensación y liquidación en Colombia regulatoriamente se realizan de cero a tres días ($t + 0$ a $t + 3$) en los mercados de renta fija, monetario y del mercado de contado de divisas y tres días después ($t + 3$) en el mercado de renta variable.

En la práctica, sin embargo, en el mercado de deuda pública en 2018 la mayoría de las operaciones fueron liquidadas en $t + 0$ y solo en las operaciones de registro contado existieron plazos más amplios (Gráfico R4.1).

Sin embargo, para extranjeros que participan en operaciones de contado y que en 2018 representaron el 0,3% del mercado transaccional y 10,7% del de registro, los plazos $t + 2$ y $t + 3$ fueron los más relevantes, con el 72,7% en la negociación en sistemas transaccionales y el 84,1% en el registro del total de sus operaciones (Gráfico R4.2). Este mayor tiempo de liquidación responde a la operatividad de la inversión extranjera, que en muchos casos sucede en zonas horarias diferentes, requiere operaciones cambiarias y genera la necesidad de liquidar las operaciones de valores de inversionistas extranjeros con una ventana de tiempo suficientemente amplia para garantizar que los recursos en moneda legal estarán disponibles, evitando cualquier tipo de incumplimiento.

En 2018 en el mercado de divisas local los plazos $t + 1$, $t + 2$ y $t + 3$ tienen mayor participación que en la deuda pública, pero el $t + 0$ continuó siendo el más utilizado. (Gráfico R4.3).

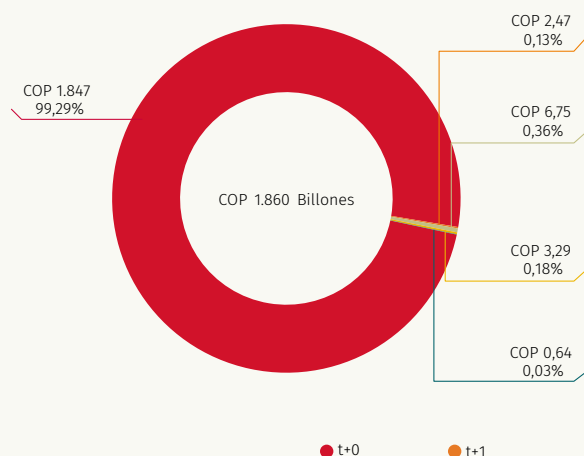
Cuadro R4.1
Ciclos de liquidación por países

País	Renta variable	Renta fija	Actualización
África			
Suráfrica	$t+3$	$t+0$ a $t+3$	10/25/2018
América			
Brasil	$t+2$	$t+0$ o $t+1$ (SELIC) y $t+0$ (CETIP)	2/22/2008
Colombia	$t+3$	$t+0$ puede ser pospuesto de $t+1$ a $t+3$	11/29/2018
Estados Unidos	$t+2$	$t+0$ o $t+1$	9/4/2017
México	$t+2$	$t+0$, $t+1$, $t+2$ o más	12/5/2017
Asia Pacífico			
Australia	$t+2$	$t+2$	11/24/2016
Corea del Sur	$t+2$	$t+1$	8/3/2007
Japón	$t+3$	$t+3$ ($t+1$ para locales)	11/24/2016
Europa no T2S			
Reino Unido	$t+2$	$t+1$	10/8/2018
Turquía	$t+2$	$t+0$ a $t+90$	6/1/2018

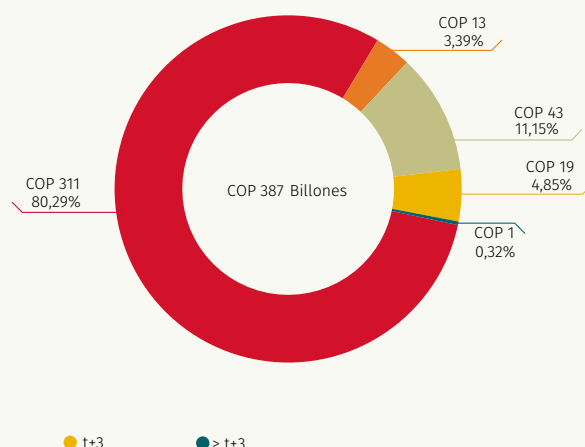
Fuente: Clearstream; elaboración propia.

Gráfico R4.1
Mercado de deuda pública contado por plazos de liquidación, 2018

A. Sistema transaccional



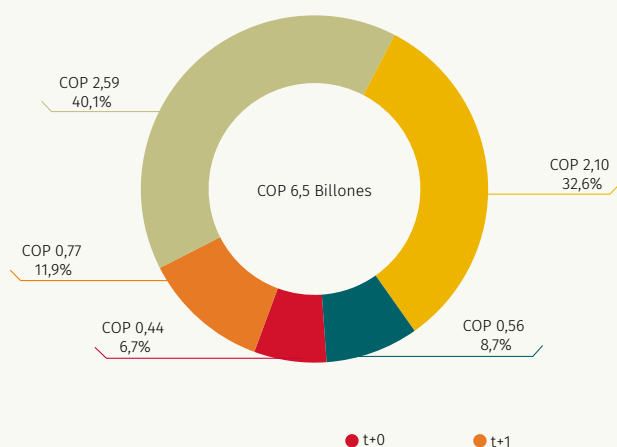
B. Registro



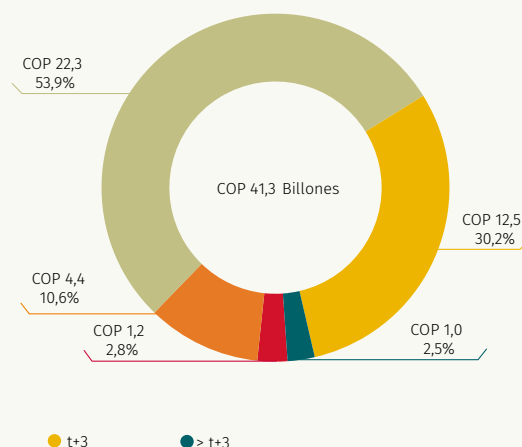
Fuente: Banco de la República (DCV).

Gráfico R4.2
Mercado de deuda pública contado por plazos de liquidación para participantes extranjeros en 2018

A. Sistema transaccional

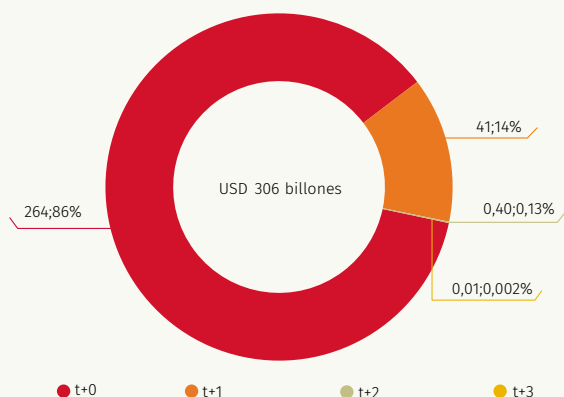


B. Registro



Fuente: Banco de la República (DCV).

Gráfico R4.3
Mercado de divisas por plazos de liquidación, 2018



Fuente: Cámara de Compensación de Divisas.

4. Beneficios y desventajas de llevar el ciclo de liquidación al estándar $t + 2$.

La ampliación del ciclo de compensación y liquidación hacia el estándar $t + 2$ en términos generales, implica una disyuntiva entre el aumento en el riesgo de contraparte y la disminución del riesgo operativo. El balance de estos dos factores podría llevar a un manejo más adecuado de la liquidez de los agentes del mercado.

Con respecto a los beneficios, llevaría a acoplar el mercado local a los ciclos de liquidación internacionales, lo cual beneficiaría el proceso de inversión extranjera, en medio de iniciativas que buscan la integración de mercados⁴. En Eu-

4 Mercado integrado latinoamericano (MILA) y Alianza del Pacífico entre otros.

ropa esta característica fue uno de los pilares para la transición hacia la liquidación en $t + 2$, reconociéndose como solución a inconvenientes en el doble alistamiento de títulos en las bolsas europeas. En Rusia y México se aumentó el tiempo de liquidación para acoplarse a los mercados europeos y norteamericanos, respectivamente, para mejorar el flujo de órdenes hacia los mercados locales.

También, llevaría a una armonización en el ciclo de liquidación entre diferentes tipos de activos, que permitiría, por ejemplo, el acoplamiento del ciclo de liquidación de productos de renta fija con los mercados de divisas, facilitando la cobertura de productos de manera eficiente. En el nivel operativo el mayor plazo permitiría un mejor proceso de conciliación de operaciones y una mejor gestión de errores.

Adicionalmente, acoplarse al estándar internacional de negociación $t + 2$ permitiría concentrar la liquidez del mercado en una sola rueda de negociación (actualmente se distribuye entre las diferentes ruedas de contado) y propiciaría una mejor formación de precios.

Por último, podría permitir una mejor administración de la liquidez de corto plazo de los agentes del mercado.

En cuanto a las desventajas, ampliar el ciclo de liquidación del mercado local podría implicar un aumento en el consumo de los cupos de crédito, dado que las operaciones $t + 0$ normalmente no requieren cupo, mientras que las operaciones a $t + 1$ o $t + 2$ podrían necesitarlo.

Adicionalmente, teniendo en cuenta que en los sistemas de liquidación bruta⁵ la aceptación de una operación se

produce únicamente hasta su liquidación (cuando se mueve dinero y títulos) al ampliar el ciclo de liquidación, las operaciones negociadas pendientes de cumplirse sin estar aceptadas en el sistema de compensación y liquidación, podrían ser revocadas dentro de procesos de intervención de entidades y generar posibles incumplimientos entre los participantes del sistema de pagos.

Por otro lado, para las operaciones de contado de TES y de divisas compensadas y liquidadas en una cámara, un ciclo de liquidación más largo implicaría mayores exigencias de garantías y una mayor concentración de riesgo en dicha cámara.

Finalmente, el incremento del ciclo podría generar un aumento en los costos asociados con los cambios tecnológico (sistemas y procesamiento), operativos y regulatorios. (Cuadro R4.2).

5. Opinión del mercado

Acorde con los principales estudios realizados en países que cambiaron la periodicidad de su ciclo de compensación y liquidación, un debate con la industria local, corroborando bondades y desventajas, y estableciendo el impacto individual de un mayor tiempo de liquidación, completaría la evaluación integral de la posibilidad de un cambio en el ciclo.

Un pronunciamiento al respecto se presentó durante el primer taller de la Misión del Mercado de Capitales en 2019, donde se mencionó eliminar el cumplimiento en $t + 0$ y pasar a $t + 2$, siguiendo el estándar internacional como una de las propuestas para ampliar la base de inversionistas en el mercado, y como parte de las condiciones la inversión extranjera.

Cuadro R4.2

Principales beneficios y desventajas de la ampliación del ciclo de compensación y liquidación del mercado local

Beneficios	Desventajas
- Acoplamiento a los ciclos de liquidación internacionales. - Posible facilitación del proceso de inversión para extranjeros. - Aumento de liquidez y mejor formación de precios en única rueda de negociación $t + 2$. - Armonización en el ciclo de liquidación entre diferentes tipos de activos. - Posible mejora en la cobertura de productos. - Mejor proceso de conciliación de operaciones. - Mejor gestión de errores.	- Incremento del riesgo de contraparte. - Aumento de requerimientos para operación entre contrapartes por mayor utilización de cupos bilaterales. - Posibilidad de menor liquidez en el mercado. - Aumenta la probabilidad de revocación de operaciones en procesos de intervención de entidades, ya que se amplía el plazo entre la negociación y la liquidación bruta de operaciones. - Aumento de las garantías exigidas por las cámaras de compensación y liquidación. - Aumento de la concentración de riesgo en Cámaras de Compensación. - Costos asociados al cambio de los procesos operativos, tecnológicos y jurídicos.

Fuente: Elaboración propia.

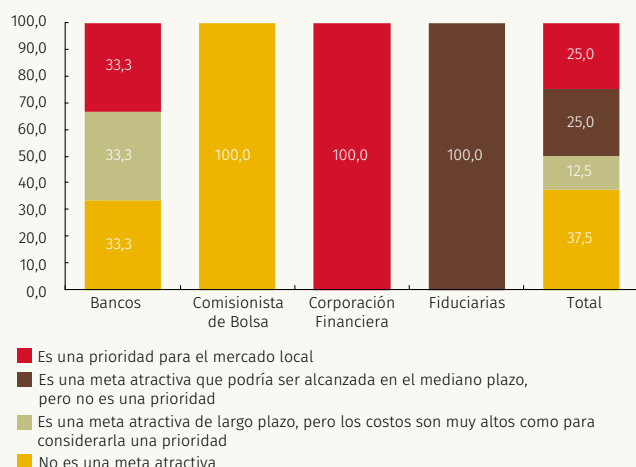
5 DCV, Deceval y BVC compraventa acciones.

Para profundizar en este sentido, y con el fin de conocer la opinión de una muestra representativa del mercado, en febrero de 2019 el Banco de la República realizó una encuesta a los participantes del programa de creadores de mercado para títulos de deuda pública del Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) y a sociedades fiduciarias que actúan bajo la figura de custodio. De un total de quince entidades encuestadas, se recibió la opinión de ocho (tres establecimientos bancarios, dos comisionistas de bolsa, dos sociedades fiduciarias y una corporación financiera). Con esto se pudo establecer que:

Solo el 25% de los encuestados considera que la ampliación del ciclo de compensación y liquidación es una prioridad para el mercado, mientras que para el 37,5% puede ser una meta atractiva, pero no lo considera una prioridad, y el restante 37,5% no lo ve como meta para el mercado (Gráfico R4.4).

Gráfico R4.4
Opinión sobre la ampliación del ciclo de compensación y liquidación

(porcentaje)



Fuente: Banco de la República (DCV).

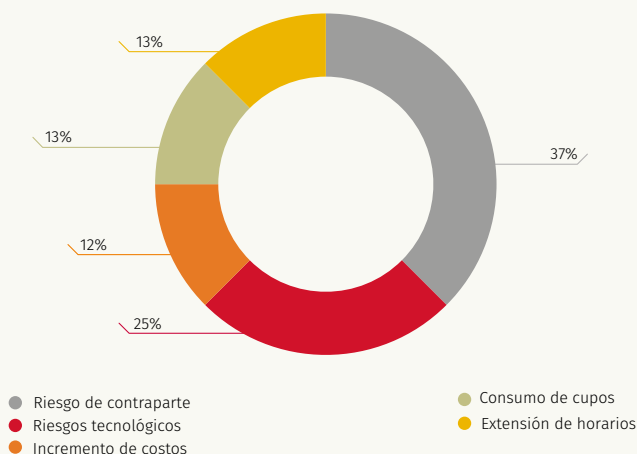
Se considera el riesgo de contraparte, el tecnológico y el incremento de costos como los principales riesgos que se podrían generar al extender el período de liquidación (Gráfico R4.5).

El 63% de los encuestados no considera que las ventajas de ampliar el ciclo compensarían el posible aumento del riesgo de contraparte y de mercado asociado.

Frente a la entrada de extranjeros, el 62% de los encuestados considera que se facilitaría, principalmente, por el aumento de liquidez en el mercado local, mientras que el 38% restante considera que no, en especial porque el inversionista extranjero ya opera en un período de liquidación de $t + 2$ y por el tiempo necesario en el proceso de inversión extranjera (Gráfico R4.6).

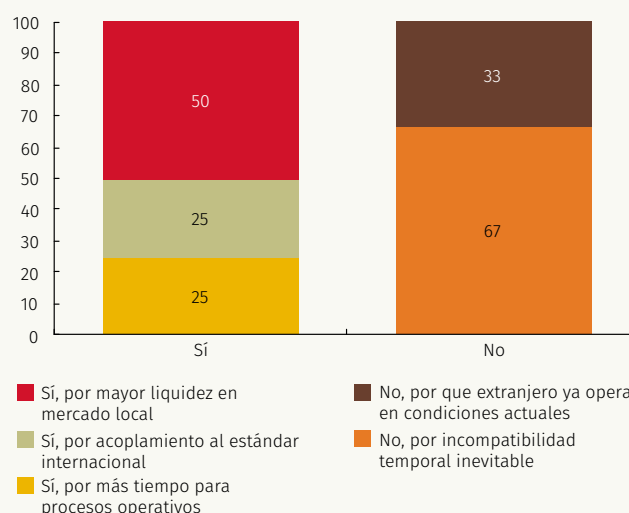
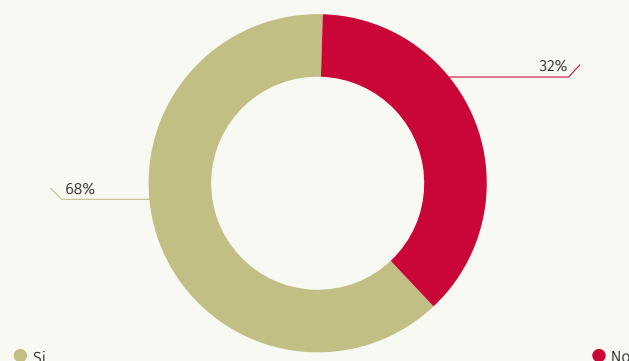
La disminución del riesgo operativo y el acoplamiento al estándar internacional se consolidaron como las princi-

Gráfico R4.5
Opinión sobre ampliación del ciclo de compensación y liquidación



Fuente: Banco de la República (Encuesta Ampliación ciclo de compensación y liquidación local, febrero 2019).

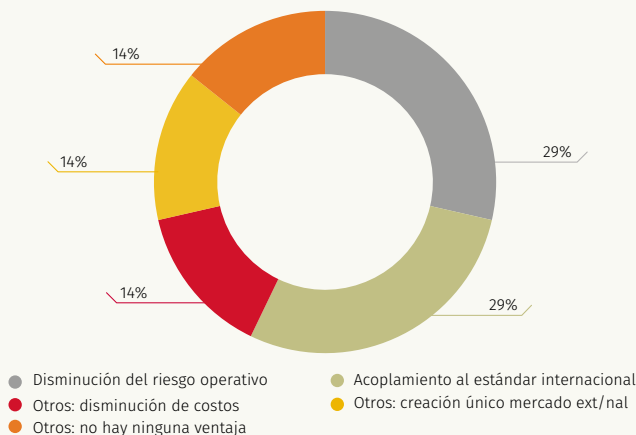
Gráfico R4.6
Ampliación del ciclo de compensación y liquidación y acceso a extranjeros



Fuente: Banco de la República (Encuesta Ampliación ciclo de compensación y liquidación local, febrero 2019).

pales ventajas de ampliar el ciclo para los encuestados; igualmente, la disminución de costos y la creación de un único mercado para nacionales y extranjeros también fueron consideradas como ventajas. Finalmente, para un 14% de los encuestados ampliar el ciclo no representa ninguna ventaja (Gráfico R4.7).

Gráfico R4.7
Ventajas de ampliación del ciclo de compensación y liquidación

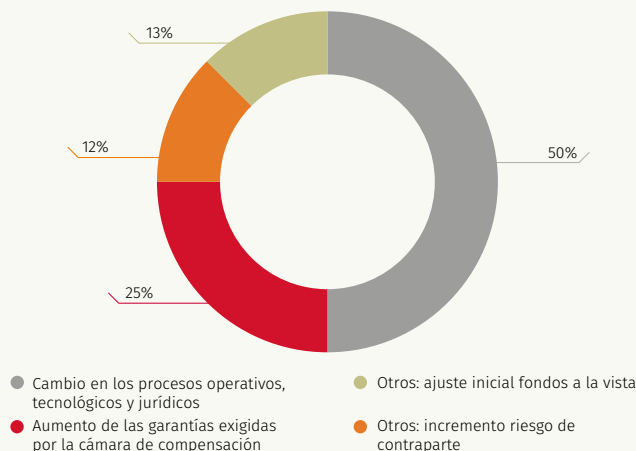


Fuente: Banco de la República (Encuesta Ampliación ciclo de compensación y liquidación local, febrero 2019).

El cambio en los procesos operativos, tecnológicos y regulatorios se consideró como la principal desventaja de la ampliación del ciclo, seguida por el aumento de garantías exigidas por la cámara de compensación. Igualmente, se señaló el ajuste inicial de fondos a la vista y, de nuevo, el incremento del riesgo de contraparte (Gráfico R4.8).

Finalmente, el 75% de los encuestados no considera que debería haber un mandato regulatorio que haga cumplir con un ciclo de liquidación más amplio.

Gráfico R4.8
Principal desventaja de ampliación del ciclo de compensación y liquidación



Fuente: Banco de la República (Encuesta Ampliación ciclo de compensación y liquidación local, febrero 2019).

6. Consideraciones finales

En este recuadro se presentaron argumentos a favor y en contra de ampliar el tiempo de liquidación en el mercado de contado local, con el fin de incorporar varios elementos al debate sobre el tema. La decisión que se tome deberá reflejar un buen balance entre los riesgos de ampliarlo y los beneficios que se generarían para el mercado en general.

El sondeo realizado a algunos participantes del mercado permitió establecer que las opiniones continúan divididas: la ampliación del ciclo de compensación y liquidación no es considerada unánimemente como una prioridad para el mercado y, acorde con lo mencionado, mientras se considera que el acoplamiento al estándar internacional y la disminución del riesgo operativo son las principales ventajas, el aumento en el riesgo de contraparte se constituye como el principal problema a enfrentar.

Al Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) le corresponde liderar la iniciativa de evaluar, junto con la industria, la posibilidad de ampliar el ciclo de liquidación en el mercado de deuda pública y su necesidad de extenderlo a otros mercados, para lo cual es importante que se consideren alternativas para mitigar el riesgo de contraparte. Por ejemplo, se podrá explorar si el mayor número de operaciones pendientes de liquidación serían o no enviadas a la CRCC. De hacerlo, la concentración de riesgos en la CRCC tendría que examinarse y, adicionalmente, se tendría que evaluar si la compensación y liquidación de estas operaciones se realizaría completamente en la CRCC, con liquidación bruta o neta (perdiéndose el ahorro de liquidez en la compensación realizada en DCV) o si seguiría el modelo de simultáneas de TES, donde la CRCC realiza la gestión de riesgos, mientras que la compensación y liquidación en bruto se realiza en el DCV-CUD.

Referencias

- Australian Securities Exchange ASX (2014). "Shortening the Settlement Cycle in Australia: Transitioning to t + 2 for Cash Equities", consultation paper.
- Banco de España; Comisión Nacional del Mercado de Valores (2007). "Los sistemas de compensación, liquidación y registro de valores en Europa: situación actual, proyectos en curso y recomendaciones".
- Banco Mundial; Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (2010). "Sistemas de compensación y liquidación de pagos y valores en Colombia", Foro de Liquidación de Pagos y Valores del Hemisferio Occidental
- Bank of Canada (2016). "Clearing and Settlement Systems from Around the World: A Qualitative Analysis", Staff Discussion Paper.
- Bank of Japan (2016). "Shortening the Settlement Cycle of JGBs to t + 1", Payment and Settlement Systems Department.

- Boston Consulting Group (2012). "Cost Benefit Analysis of Shortening the Settlement Cycle".
- Canadian Securities Administrators (2016). "Policy Considerations for Enhancing Settlement Discipline in a $t + 2$ Settlement Cycle Environment", Consultation Paper.
- Clearing and Depository Services (2015). "CDS Move to $t + 2$ ", TMX Group.
- Comisión Europea (2010). "Harmonization of Settlement cycles: Reasons why $t + 1$ was not Considered as a Valid Option", Harmonization of Settlement Cycles Working Group.
- Depository Trust and Clearing Corporation (2011). "Proposal to Launch a New Cost-benefit Analysis on Shortening the Settlement Cycle".
- Depository Trust and Clearing Corporation (2014). "DTCC Recommends Shortening the U.S. Trade Settlement Cycle".
- Hong Kong and Shanghai Banking Corporation-HSBC (2014). " $t + 2$ EU Industry Wide Shortened Settlement Cycle for Securities", Client Guide.
- Murray, Th. (2013). "CMI in Focus: Equities Settlement Cycles".