

A: LA GERENCIA DEL BANCO CENTRAL DE LA REPÚBLICA DOMINICANA Y DE LA SUPERINTENDENCIA DE BANCOS

DE: ENMANUEL CEDEÑO BREA¹

REFERENCIA: PROYECTO DE REGLAMENTO DE OPERACIONES DE REPORTO

PUBLICACIÓN: 11 DE MAYO DE 2016

FECHA: 10 DE JUNIO DE 2016

ENTREGA: VÍA CORREO ELECTRÓNICO (info@bancentral.gov.do) Y DE LA PÁGINA WEB (<www.sb.gov.do>)

Estimados señores:

Reciban un saludo cordial de mi parte. A continuación, presento algunos comentarios y observaciones al Proyecto de Reglamento de Operaciones de Reporto (en lo adelante, el “Reglamento de Reporto”)² y al Contrato Genérico para la Celebración de Operaciones de Reporto (el “Contrato Modelo de Reporto” propuesto), que fue publicado para consulta pública el pasado 11 de Mayo de 2016 (<<http://www.bancentral.gov.do/>>).

Desde hace más de 7 años, he fungido como consultor de importantes puestos de bolsa y entidades de intermediación financiera nacionales e internacionales, brindando apoyo en temas relacionados específicamente con el contrato de reporto (también llamado “repo” o “doble compraventa de valores”), y la compensación y liquidación de derivados financieros en la República Dominicana. Esta experiencia me permite compartir algunos comentarios con la finalidad de identificar posibles riesgos legales, con el objetivo de agregar valor a la normativa y al Contrato Modelo de Reporto propuesto.

¹ Abogado y consultor con entrenamiento en Economía y Finanzas. Consultor asociado de la firma OMG. Especialista en regulación bancaria y financiera. Licenciado en Derecho (PUCMM, 2006). Master of Laws (LLM) in Banking Law and Financial Regulation, London School of Economics (2008), Master of Science (MSc) in Law and Finance, Queen Mary, University of London. Doctorando (PhD) en *Law and Economics*, por las universidades de Bolonia, Hamburgo y *Erasmus University Rotterdam*. Las opiniones contenidas en este documento se presentan a título personal. Correo electrónico (enmanuelcedenobrea@gmail.com).

² Tercera Resolución de la Junta Monetaria de fecha 7 de Abril de 2016.

El presente memorando está organizado en dos partes principales. La primera parte presenta comentarios y sugerencias al (1) Reglamento de Reporto. La segunda parte, comenta el (2) Contrato Modelo de Reporto. Las sugerencias de ambas secciones seguirán el orden del articulado de ambos textos – e incluyen tanto comentarios menores de forma, como comentarios de fondo.

1. COMENTARIOS AL REGLAMENTO

1.1. Reporto y Retroventa. Segundo Considerado. El segundo Considerando del Reglamento se refiere a las disposiciones de la Ley Monetaria y Financiera No. 183-02 (la “LMF”) que incorrectamente caracterizan el reporto como una “retroventa”.³ Esta disposición de la LMF es una fuente de inseguridad jurídica ya que el reporto y la retroventa son dos operaciones distintas. Idealmente, estos artículos deben modificarse mediante una ley, no un reglamento.

1.1.1. Sin embargo, el Reglamento sí puede agregar valor realizando un señalamiento que especifique que el reporto y la retroventa son dos operaciones con consecuencias económicas y comerciales muy diferentes – y anclando el soporte legal del reporto en los artículos 40 (l), 42 (j) y 75 (j) de la LMF, que permiten a ciertas EIF realizar contratos de derivados (sujeto a ciertas modalidades).

1.2. Definición de Reporto. Se recomienda mejorar la definición de reporto contenida en el Reglamento. La definición actual establece que el reporto:

“Es la operación de transferencia de la propiedad de valores de oferta pública al Reportador, quien se obliga a transferir al Reportado, en un plazo igualmente convenido, la propiedad de valores del mismo emisor y clase, contra devolución del precio pagado, más un premio. El reporto debe celebrarse por escrito y se perfecciona con la entrega de los valores al Reportador”.

Esta definición bien podría caracterizar un préstamo con pignoración o incluso un mutuo sobre valores. También define la operación como una “transferencia” sin aludir a que el reporto es una única operación compuesta por una doble compraventa de valores. Para evitar esta confusión, se recomienda una definición que resalte que el reporto está compuesta por dos compraventas. Se propone la definición de la normativa española⁴ que establece que:

³ Específicamente, los artículos 40 (g), 42 (f) y 75 (f) de la LMF.

⁴ Ver Art. 5.2.1. del Real Decreto-Ley 5/2005 de marzo de 2005 de Reformas Urgentes para el Impulso a la Productividad y para la Mejora de la Contratación Pública.

“El reporto es una operación donde se contratan, al mismo tiempo, dos compraventas de valores negociables de sentido contrario, realizadas ambas con valores de idénticas características y por el mismo importe nominal, pero con distinta fecha de ejecución. Ambas compraventas podrán ser al contado con diferentes fechas de liquidación, a plazo, o la primera al contado y la segunda a plazo”.

- 1.3. **Riesgo de Contraparte. Quinto Considerando.** La descripción del reporto como un contrato que se realiza sin “incurrir en riesgo de contraparte” es incorrecta. Se sugiere eliminar esta frase. Aunque en el Reglamento se asume que no existe riesgo de impago del emisor (porque se trata de títulos del Ministerio de Hacienda y del Banco Central (BCRD)) – ni riesgo de contraparte cuando el reportador es el BCRD – cualquiera de las partes en una operación de reporto puede caer en impago (*default*) – incluso por actuaciones de un tercero (embargos, oposición, sentencias judiciales, etc.).
- 1.4. **Ámbito de Aplicación. Artículo 3.** Como el objetivo del Reglamento es que sirva para normar las operaciones entre entidades de intermediación financiera (“EIF”) frente al: (A) Banco Central, y también (B) inversionistas institucionales, se recomienda incluir estas dos categorías como sujetos al ámbito de aplicación del mismo.
- 1.5. **Contrato “Genérico”. Artículo 4 (d), Artículos 20 y 21.** Se recomienda utilizar el concepto de “Contrato **Marco**”, que resulta en un mejor uso del castellano y es más adecuado para referirse al Contrato Modelo de Reporto. Además, es recomendable que exista un vínculo jurídico entre el Contrato Marco y los contratos específicos para que todas las operaciones de reporto se consideren como parte de una única operación jurídica y apliquen las disposiciones de compensación y neteo que típicamente se especifican para este tipo de derivados financieros.
- 1.6. **Fecha valor. Artículo 4 (j).** Es recomendable que las referencias a “efectivo” y “desembolso de efectivo” utilizadas en el Reglamento y en el Contrato Modelo, sean sustituidas por “fondos” y “transferencia de fondos”.
- 1.7. **Definiciones de vendedor y comprador. Artículo 4 (q) y Artículo 4 (r).** Estas definiciones resultan inadecuadas. En una operación de reporto **ambas partes son “comprador” y “vendedor”** – porque se trata de una doble compraventa.
- 1.8. **Valores Elegibles para Operaciones de Reporto. Artículo 5.** Limitar el ámbito de aplicación de estas reglas a los valores emitidos por emisores diferenciados (específicamente, Banco Central y Ministerio de Hacienda)

restringe el ámbito de las operaciones de reporto. Aunque esta limitación exista cuando el BCRD funge como contraparte, no se justifica cuando las EIF realicen operaciones de reporto entre sí o con inversionistas institucionales. Es decir, es deseable que se extienda la seguridad jurídica aportada por el reglamento para el beneficio de aquellas operaciones de reporto sobre valores de oferta pública suscritas en el mercado interbancario o entre las EIF y otros inversionistas institucionales. Por tanto, se recomienda que se especifique esta posibilidad también.

- 1.8.1.** A modo de ejemplo, y para ilustrar mejor el punto anterior, una operación de reporto entre un banco múltiple (reportado) y una administradora de fondos de pensiones – AFP – (reportador), donde el valor reportado sea un bono corporativo de oferta pública, quedaría fuera del ámbito de aplicación del Reglamento.
- 1.8.2.** En caso de acogerse esta recomendación, se debería también incluir una disposición especificando la ponderación por riesgo de crédito de activos y de contingentes, como describe el Artículo 13 del Reglamento.
- 1.9. Transferencia de Posición de Reporto. Artículo 18.** Jurídicamente, la transferencia de una posición no es tan sencilla como se plantea en el Reglamento. Primero – porque se otorga el derecho de “transferencia” solamente al reportador, y esta asimetría no se justifica; y segundo, porque bajo el Derecho Común dominicano sólo los créditos se transfieren⁵ – y no las obligaciones. Las obligaciones no se extinguen por transferencia⁶, y sólo pueden ser delegadas. Este último punto importante, ya que un reglamento no puede modificar el Código Civil. Por tanto, aquí estaríamos frente a otra situación jurídica, llamada “delegación”. Esto es una fuente de inseguridad jurídica para los reportadores – entre los cuales se encontrará principalmente el Banco Central.
 - 1.9.1.** Lo que el Reglamento llama “transferencia” es de hecho una “delegación de deuda” y el objetivo que debe perseguir el Reglamento es que se produzca una “novación”.⁷ Es decir, que un reportador (por ej. BCRD) pueda “transferir” su posición, pero que no quede solidariamente obligado con el cesionario por las obligaciones pendientes, de cara al reportado.
 - 1.9.2.** Por tanto, es recomendable que esto se especifique tanto en el Reglamento como en el Contrato Modelo. Es decir, que la transferencia de posición opere a través de una novación y que ambas partes expresamente la pacten (o no)

⁵ Ver Arts. 1689 y siguientes del Código Civil Dominicano.

⁶ Cfr. Artículo 1234 del Código Civil Dominicano.

⁷ Ver Arts. 1271 y siguientes del Código Civil Dominicano.

de conformidad con las reglas de la novación establecidas en el Código Civil Dominicano.

- 1.9.3.** De mantenerse la referencia a “transferencia”, como si se tratase de una cesión de “derechos y obligaciones”, en cualquier tribunal se podría disputar la efectividad de la misma, alegando que lo que opera respecto de las obligaciones no es más que una delegación, creando inseguridad jurídica y comercial alrededor de las transferencias.
- 1.9.4.** Tampoco se justifica que los derechos de transferencia de una posición sean exclusivos para el reportador. Esta asimetría no es razonable, y se recomienda que la transferibilidad sea recíproca – o al menos, debería ser algo que quede para libre negociación de las partes bajo cada contrato específico.
- 1.10. Condiciones de la Transferencia de Posición de Reporto. Art. 19 (a).** La redacción de este literal podría crear confusión al referirse al: “compromiso del Reportado inicial de entregar al nuevo Reportador, el **valor de vuelta** de la operación (...)”. Se recomienda sustituir la referencia a “valor de vuelta” en este artículo (que no es un término definido en el Art. 4, aunque se define en el Artículo 12) por la de “pagar el precio de recompra” o simplemente “recomprar los valores reportados”, ya que la palabra “valor” está definida en el Reglamento como valor negociable y su uso para referirse a dos conceptos distintos podría crear confusión innecesaria. (Ver la redacción del Artículo 23 del Reglamento (a) que se refiere a “pagar el precio de recompra”).
- 1.11. Condiciones de la Transferencia de Posición de Reporto. Art. 19.** Si finalmente se permite transferir una posición – y se otorga un plazo de notificación hasta un (1) día hábil después, entonces se recomienda limitar la capacidad de transferencia a un plazo razonable antes de la fecha de vencimiento del reporto. En otras palabras, (por ejemplo) que un reportado no se entere sobre una transferencia celebrada un día antes del vencimiento de un reporto.
- 1.12. Casos de Incumplimiento. Artículos 26-29.** Existen casos de incumplimiento que no están necesariamente asociados con las partes. Es decir, reportado y reportador pueden contar con el dinero y los valores para ejecutar la segunda compraventa de un repo, pero esta ejecución puede verse obstaculizada por situaciones que resultan de acciones de terceros (embargos, oposiciones, demandas, sentencias, incoadas en manos de los bancos o de los depósitos centralizados de valores). Estas actuaciones de terceros (“tercerías”) pueden afectar tanto las cuentas bancarias, como las cuentas de valores y de márgenes de las partes.

- 1.12.1.** Estas situaciones de tercería no están contempladas en el Reglamento – y su ocurrencia puede obstaculizar la ejecución de la segunda compraventa dentro de una operación de reporto, produciendo inseguridad jurídica y comercial.
- 1.12.2.** Por tanto, se recomienda enfáticamente que el reglamento incluya una disposición que aplique al depósito centralizado de valores (“DCV”), y que indique a este que se deben ejecutar las posiciones abiertas – siempre que estén depositados los valores y los fondos – sin perjuicio de la interposición de embargos, oposiciones u otros actos jurídicos que puedan problematizar la ejecución de un reporto. Esto dará mayor seguridad jurídica a las operaciones de reporto. Se sugiere que el Reglamento especifique que ante tales actuaciones la responsabilidad civil del DCV no quedará comprometida, puesto que actúa como componente del SIPARD. A pesar de que disposiciones como éstas se incluyen como parte del Contrato Modelo (Artículo Décimo), es recomendable que se incluyan en el Reglamento – porque el DCV no es parte en estos contratos suscritos entre reportados y reportadores.
- 1.13. Insolvencia de una de las Partes: Compensación y Neteo.** No queda claro de una lectura del Contrato Modelo, ni del Reglamento, qué ocurriría con las posiciones de reporto abiertas en caso de insolvencia de una de las partes. Esto es uno de los puntos principales que un marco normativo sobre operaciones de reporto (y derivados) tiene que especificar. El literal (d) del Artículo Noveno del Contrato Modelo sólo parece permitir la **compensación de pagos** cuando las obligaciones recíprocas tienen la misma fecha de vencimiento. Pero no incluye posibilidad de netear y compensar valores y pagos que vencen luego de una declaración de insolvencia.
- 1.14.** Las mejores practicas internacionales en materia de contratos de derivados financieros (por ejemplo, los *ISDA agreements* y los contratos marco del *ICMA*⁸) permiten el neteo y la compensación de pagos y **también de posiciones de valores** cuando una de las partes cae en estado de insolvencia. Esto se conoce como neteo de cierre de posición (“close-out netting”, en inglés) y es importante que se trate en el Reglamento y en el Contrato Modelo, porque de no existir la posibilidad de neteo las posiciones de reporto abiertas entre dos partes no podrían ser aceleradas ante la insolvencia de una de estas. Esto es una fuente de incertidumbre comercial y de riesgo legal.⁹

⁸ Ver por ej.: <<http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/short-term-markets/Repo-Markets/frequently-asked-questions-on-repo/26-what-happens-to-repo-transactions-in-a-default/>>.

⁹ Ver David Mengle, “The Importance of Close-out Netting” ISDA Research Notes (2010) Disponible en línea (<<http://www.isda.org/researchnotes/pdf/Netting-ISDAResearchNotes-1-2010.pdf>>).

2. COMENTARIOS AL CONTRATO

Además de las sugerencias anteriormente señaladas – muchas de las cuales resultan también aplicables al Contrato Modelo – a continuación se presentan las siguientes sugerencias específicas:

- 2.1. **Artículo Tercero del Contrato Modelo.** Se recomienda utilizar “transferencia de fondos” en lugar de “desembolso de efectivo”. Se sugiera que todas las referencias a “desembolso” de “efectivo” sean sustituidas por referencias a “transferencias de fondos”.
- 2.2. **Artículo Cuarto del Contrato Modelo.** Se recomienda sustituir “desembolso de fondos” por “transferencia de fondos”.
- 2.3. **Artículo Décimo del Contrato Modelo.** El DCV debe verificar también que el reportador tenga los valores en su cuenta para poder realizar la segunda compraventa. No se debe asumir (como actualmente asume el Contrato Modelo) que el reportador siempre va a tener los valores en su cuenta al momento del vencimiento. Se recomienda además que estas disposiciones se incluyan en el Reglamento – en vez del Contrato Modelo – ya que el DCV no es parte en estos contratos.
- 2.4. **Artículo Décimo – Párrafo.** Se mantiene abierta la posibilidad de que un embargo o una oposición sobre una cuenta corriente o una cuenta de valores obstaculice la ejecución de la segunda compraventa de un repo (ver riesgos de tercerías discutidos en el párrafo 1.12 de este memorando).
- 2.5. **Artículo Decimosexto.** Se recomienda armonizar este artículo con las disposiciones sobre transferibilidad de posiciones contenidas en el Reglamento. Ver además discusión sobre transferibilidad y novación en el párrafo 1.10 de este memorando).

Agradezco la atención prestada a estas recomendaciones y sugerencias. En caso de tener dudas o preguntas respecto de los comentarios presentados, me reitero a sus órdenes.

Atentamente,



Enmanuel Cedeño-Brea