



Agenda Desarrollo de Mercado CMF: Mercado Repos y Reutilización de Colaterales

Banco de Crédito e Inversiones - Bci

Marzo 2025

- I. Autores: **BCI - División Inversiones y Finanzas - Mesa para el Desarrollo de Mercado Chileno** - Juan Pablo Risco /Asier Uriarte
/Patricio Seguel
- II. Dimensión de Desarrollo: Profundidad del Mercado - Pensamos que el desarrollo del mercado Repos en el estándar internacional es central en la recuperación de la liquidez en el mercado de capitales local, especialmente para el mercado de renta fija. La sólo modificación o clarificación de algunas normativas debería facilitar el desarrollo natural del mercado, incluso sin la necesidad de una infraestructura de mercado que la facilite.
- III. Descripción del Problema o Insuficiencia Detectado: En nuestro entendimiento, existen 2 principales fricciones que no han permitido que el mercado local se desarrolle:
 - A. **La diferencia entre colateral y garantía** no parece existir legal ni regulatoriamente en Chile, o al menos no es explícita, esto hace una diferencia mayor cuando el colateral es el principal mitigante de riesgo de contraparte. La diferencia es muy relevante, mientras que la garantía es transferida sólo en el caso de default, y por lo mismo es un mitigante de crédito dado el evento de incumplimiento, el colateral se transfiere (en dominio) en el momento en que se ejecuta el mitigante, ya sea al inicio o durante la vida de la exposición que se busca cubrir, y en consecuencia es un mitigante de la exposición. Esta diferencia hace que operaciones colateralizadas puedan ser de mucho mayor tamaño que sus homólogas garantizadas. La regulación local no hace esa distinción, y lleva a que los bancos mantengamos la misma lógica, al estar sujetos por ejemplo a límites regulatorios de exposición máxima que no son mitigados por colaterales. (Counterparty Risk)
 - B. **La reutilización de colateral:** Los bancos son en la experiencia internacional los generadores de mercado naturales de los repos, dado que la liquidez del mercado en general se difunde desde un Banco Central a la Banca y luego desde la Banca al resto de los participantes del mercado financiero. Sin embargo, bajo la norma actual no hay un canal para traspasar la liquidez que el Banco Central provee de forma eficiente, donde el Repo suele ser el producto más utilizado en los mercados desarrollados. La principal razón pensamos es la imposibilidad contable de utilizar en un repo un subyacente que ha sido recibido a su vez de otro repo. Eso significa que el valor del repo es equivalente al de un crédito garantizado, y pierde los beneficios de liquidez

que llevan al repo a ser un producto central en los mercados financieros, especialmente para la liquidez de la renta fija.

En el anexo buscamos ejemplificar, lo que ocurrió en el momento de retiro de fondos de pensión, donde los bancos no fuimos capaces de transmitir la liquidez necesaria a los administradores de renta fija: AFPs, FFMM, Cias. de Seguro, etc... dadas las dificultades antes mencionadas. La solución vino de generar medidas excepcionales con un Banco Central que empezó a comprar directamente activos a los administradores de activos, algo que no hubiese sido necesario con un mercado de repos eficiente.

IV. Cambio o Solución Propuesta:

A. **La diferencia entre colateral y garantía:** "Modificar el artículo 84 LGB y RAN 12-3 referido a límites individuales de crédito Créditos afectos a límites del Art 84 LGB." Más que modificar ese artículo que afecta a Créditos, el Repo, debe tratarse como una *operación colateralizada*, de naturaleza diferente, donde la exposición contra la contraparte se mida como la exposición neta del colateral (eventualmente con algún mínimo), y por otro lado, se agregue como exposición la propia del colateral. Por ejemplo, para una operación de USD 100 MM contra contraparte "x", colateralizada con papeles de "y", por un 80%, con haircut de 10%, la exposición debiese ser, al menos cercano a: USD 72 MM de exposición contra "y", más USD 28 MM de exposición contra "x". Hoy esa operación tiene exposición 100% contra "x", según la norma.

B. **La reutilización (y rehipotecación) de colateral:** La CMF debiera incluir en la Circular 1920 aspectos que regulen el tratamiento de los colaterales y las alternativas respecto a su recolateralización. Este punto es central para que exista "intermediación" de repos. Entendemos que debe haber condiciones apropiadas para la recolateralización, y pensamos que la principal es custodia en una empresa de depósitos de valores que asegure el dominio de un papel en cada momento del tiempo de forma transparente. Con esa condición, lo que se requiere es ser explícitos en que un repo puede usar de subyacente un activo que se encuentra en cuentas de orden, fuera de balance, por parte de la institución que vende el papel con compromiso de retrocompra.

Lo ideal, emulando el modelo internacional, sería que la capacidad de reutilizar el colateral, fuera extensivo a colaterales no necesariamente que provengan de Repos si no también de acuerdos de colateralización de Derivados, lo que se conoce a veces como "Rehipotecación". La transmisión eficiente del colateral tiene beneficios en el mercado de renta fija tanto para papeles como para Derivados.

Adicionalmente, aunque menos crítico que los primeros puntos, pensamos que es importante clarificar 3 elementos adicionales:

C. **Capital:** el Capítulo 21-6, 5.4 Garantías Financieras, pensamos que se debe aclarar: se establecen ponderadores diferentes, basados en ciertas

condiciones, algunas de las cuales no están presentes en el mercado local y sigue considerando el subyacente, como una garantía en una operación de crédito y no como colateral. Adicionalmente la prelación de los ponderadores de crédito pensamos que podrían ser inconsistentes.

D. Límites de Riesgo de Crédito: el Artículo 84 N°1, 4.3 de la Ley General de Bancos señala que las Operaciones con pacto de retrocompra reconocen en el vendedor al deudor directo. En la normativa comparada, y siempre y cuando el contrato de colateralización involucre transferencia en dominio (en la vida del contrato y no en caso únicamente de default), es decir, sea colateral y no garantía, debiera ponderarse una exposición contra el vendedor y otra contra el emisor del instrumento colateralizado, dado el carácter de mitigante de exposición del colateral, versus el carácter de mitigante de la pérdida dado incumplimiento de una garantía.

E. Impuestos: Sin ser exhaustivo, también es importante para el desarrollo de este tipo de operaciones resolver/ definir un tratamiento tributario que:

- Reconozca que este tipo de operaciones no tiene la misma naturaleza de un crédito
- Defina cómo afecta la base imponible de una persona jurídica o natural.
- Resuelva para efectos del Art 104 y los mecanismos mediante los cuales se recuperan impuestos, a la luz de este tipo de operaciones en donde, a pesar de haber traspaso en la custodia los beneficios económicos permanecen en la parte vendedora de los subyacentes.

Existe otro grupo de elementos que pensamos que son posteriores para el crecimiento de un mercado de repos: existencia de una infraestructura de mercado para operar repos, contrato marco acordado y regulaciones no bancarias que afectan a diferentes administradores de activos. Con A y B resueltos el mercado de repos pensamos se desarrollaría de forma natural.

V. Potenciales Impactos en el Desarrollo del Mercado Financiero:

El desarrollo del mercado de Repos es central para la liquidez en el mercado de capitales. Chile, que en general tiene un mercado muy desarrollado, carece de un mercado de Repos, y de los beneficios que este trae:

1. Financiamiento

- Proveer una fuente eficiente de financiamiento a corto plazo, permitiendo que la liquidez fluya hacia los intermediarios financieros a tasas de interés más eficientes.
- Facilitar una adecuada disponibilidad de valores que permitan robustecer el flujo de mercado.

2. Resiliencia de Mercado de Liquidez

- Permite transmitir de mejor forma la liquidez desde el Banco Central, a los Bancos y de los Bancos al sistema financiero.

- Permite un mercado interbancario de mayor profundidad, generando eficiencias y transparencia en precios. (por ejemplo en EEUU es considerablemente más profundo el mercado SOFR vs OIS, en Chile en cambio sólo existe el mercado ICP símil al OIS)
- Provee un mercado money market más resiliente mitigando el riesgo sistémico, al diversificar la base de fondeo.
- Mayor disposición al prestamista de ofrecer financiamiento a mayores plazos o hacer rollover de financiamiento de corto plazo.

3. Estabilidad Financiera

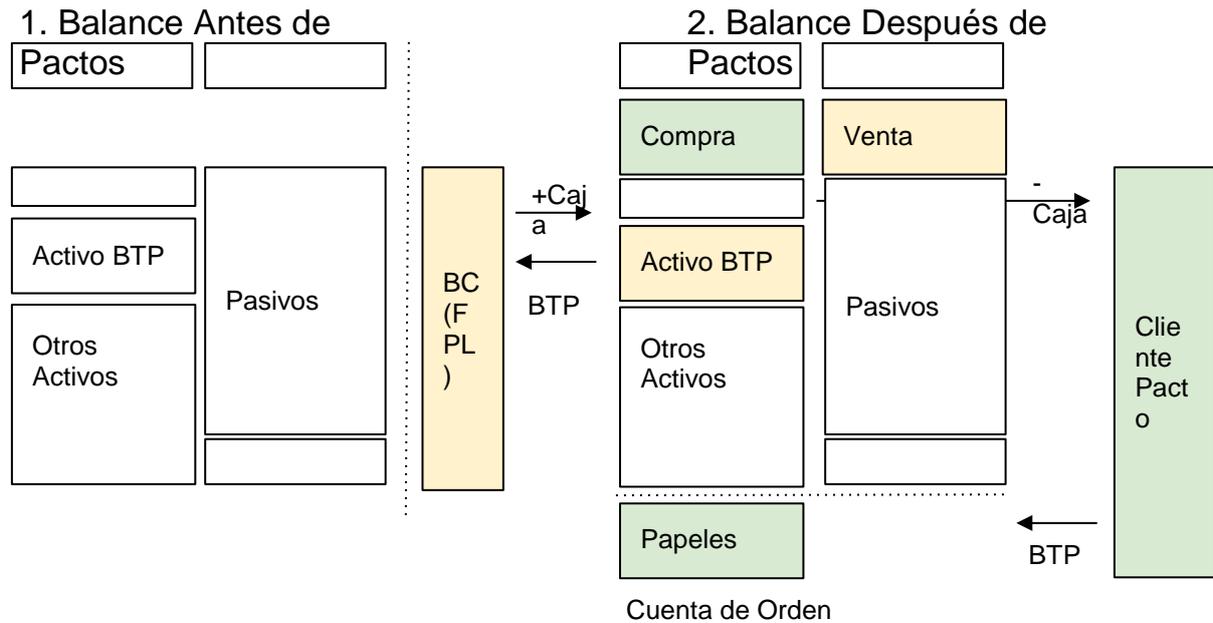
- En caso de crisis contribuye a una menor dependencia de inyecciones de liquidez excepcionales del BCCh y disminuye la volatilidad del mercado de renta fija. Este es el caso abordado en el anexo donde fue evidente la necesidad de un mercado de repos desarrollado.
- Permite a los actores de mercado el acceso a liquidez vía repo en vez de ventas directas al mercado, generando menos presiones en los precios e incrementos de volatilidad. Lo mismo ocurre con las compras. Hoy las decisiones de toma de riesgo e inversión están muy vinculadas a las entradas o salidas de liquidez generando fricciones en los precios de mercado, por otro lado el mercado de repos permite dissociar ambas, adelantando por ejemplo compras, antes de tener la liquidez (entrada de aportantes).

Todos estos elementos juntos pensamos que redundarían en una mayor liquidez general del Mercado de Capitales con beneficios transversales para el país en situaciones tanto de normalidad como de estrés.

Anexo.

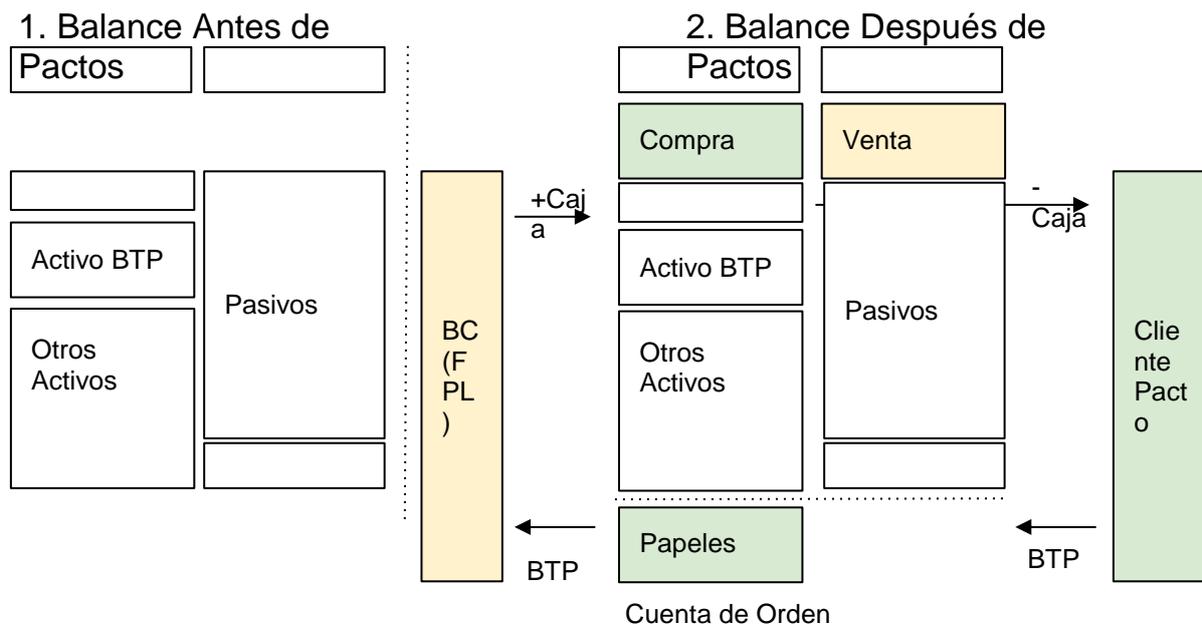
Anexo 1

Flujo Actual:



Usando este ejemplo ilustrativo, en una Compra con Pacto por \$x MM cerrada con una Administradora/Cliente los papeles que se reciben en la operación de pacto se clasifican en cuentas de orden (fuera de balance), pero los bancos, contablemente no entienden que puedan ser utilizados en la venta con retrocompra con el Banco Central (FPL) con el fin de obtener el financiamiento requerido por la Administradora. La alternativa es utilizar los papeles en el balance del Banco afectando así la liquidez, por el monto total de \$x MM, ya que se reclasifican como activos intermediados y no como ALAC. Es decir, por ejemplo, para el evento retiro de fondos, los bancos sólo pudieron ofrecer compras con pacto a administradores de fondos (AFPS, FFMM, Cias. de Seguro, etc...) sólo por el monto del excedente de liquidez disponible.

Flujo con reutilización:



En este caso ideal, la intermediación del pacto no consume liquidez, por lo que el volumen potencial no está restringido por la liquidez en exceso de los bancos.

En el caso del retiro de fondos de pensión, los bancos podrían haber transferido liquidez por más de 10x más de haber existido un mercado sin las fricciones regulatorias actuales.