



# Mercado de contratos de recompra (Repos)

Antecedentes relevantes y los casos de Colombia y EE.UU.

## Autor

---

Mauricio Holz

Email: [mholz@bcn.cl](mailto:mholz@bcn.cl)

Tel.: (56) 32 226 3160

Nº SUP: 137933

## Resumen

---

Los contratos de recompra (Repos<sup>1</sup>) de activos permiten obtener liquidez en el corto plazo mediante la venta de un activo financiero (colateral), con el compromiso de recompra del mismo en un plazo acotado (por lo general menos de un año). Así el dueño del activo recibe un monto de dinero para cumplir con sus obligaciones que requieren liquidez, y el acreedor de la deuda recibe un beneficio equivalente a la diferencia entre el precio de compra al inicio del contrato y el precio de venta al final del contrato.

Para que el mercado de contratos repo sea profundo y suficiente en momentos de estrechez de liquidez, debe existir en el mercado financiero una cantidad suficiente de instrumentos de bajo riesgo o de alta calidad crediticia. Esto dado que el colateral es en cierta forma la garantía de devolución del préstamo, por lo tanto el beneficio que otorga al acreedor de la deuda al momento de la recompra, debe tener un bajo riesgo.

Según el Fondo Monetario Internacional Chile debiera transitar hacía el desarrollo de un mercado interno repo, como medida para evitar la intervención directa del Banco Central para proveer liquidez al sistema financiero en periodos de crisis financiera.

Países como Colombia y Estados Unidos tienen un marco jurídico que regula este tipo de contratos. En ellos se regulan las plataformas de negociación de los contratos, las medidas en el caso de incumplimiento, la propiedad del titular (deudor) del activo para efectos de pago de amortizaciones o dividendos, y el traspaso de la propiedad al acreedor en caso de insolvencia o incumplimiento por parte del deudor, las garantías adicionales que se permiten para reducir el riesgo del activo, entre otras.

---

<sup>1</sup> Abreviación de repurchase agreement

## Introducción

---

El presente documento tiene como finalidad entregar antecedentes sobre los contratos de recompra (repos) de activos, como una forma de administración de la liquidez en el sistema financiero, en tiempos de estrechez y crisis de dinero. El documento además de describir y analizar la importancia de los repos para el mercado financiero y las condiciones deseadas para el funcionamiento de un mercado interno de este tipo de contratos, entrega algunos antecedentes de la regulación de contratos repo en Colombia y Estados Unidos.

### I. Sistema bancario, Banco Central y crisis financieras

---

Los bancos intermedian los recursos entre ahorrantes y deudores. Captan dinero a través de cuentas de ahorro, a la vista y depósitos a plazo, y lo canalizan hacia préstamos de corto y largo plazo. No obstante en las distintas fases del ciclo económico se producen diferencias entre el monto de depósitos y la liquidez que requieren los bancos para realizar préstamos y para cumplir con sus obligaciones de pago y requerimientos de reserva.

Por ejemplo en la fase expansiva del ciclo los depósitos de los hogares podrían ser insuficientes para satisfacer los crecientes préstamos de los bancos que se originan a partir de la disminución del riesgo sistémico en la economía, y la relajación de las condiciones para otorgar créditos (Song Shin, Y. 2015). En la fase recesiva del ciclo la liquidación de depósitos y activos por parte de los hogares (corridas bancarias) podría generar problemas de liquidez en el sistema bancario. Lo anterior obliga a los bancos a obtener recursos líquidos de otras fuentes. Estos recursos se obtienen de la emisión de deuda interna interbancaria, y/o con otras instituciones financieras del país (AFP, Fondos Mutuos, etc), o con bancos o instituciones financieras del exterior.

Lo anterior genera dos riesgos importantes para los bancos, uno es el descalce de plazos, es decir contraer deuda de muy corto plazo para financiar activos de largo plazo (préstamos hipotecarios o comerciales); y el descalce de monedas, es decir contraer deuda en dólares para financiar activos en pesos<sup>2</sup>.

En periodos de crisis económicas las posibilidades de financiamiento interno y externo se ven reducidas por el aumento del riesgo sistémico tanto nacional como internacional, a su vez que aumenta la probabilidad que los riesgos asociados al descalce de plazos y monedas se materialicen. En esta situación es el Banco Central el que tiene que proveer la liquidez necesaria para que el sistema de pago siga funcionando.

Lo anterior se exagera cuando cumpliendo con el mandato inflacionario, lleva la tasa de interés a niveles cercano a 0. Lo anterior deja al Banco Central sin espacio para aumentar la liquidez en el sistema vía operaciones de mercado abierto para reducir en la tasa de interés interbancaria. Por lo anterior el Banco Central debe recurrir a medidas excepcionales para proveer liquidez al sistema financiero. Esto fue lo que ocurrió en la crisis generada por la pandemia COVID-19, en los que diferentes Bancos

---

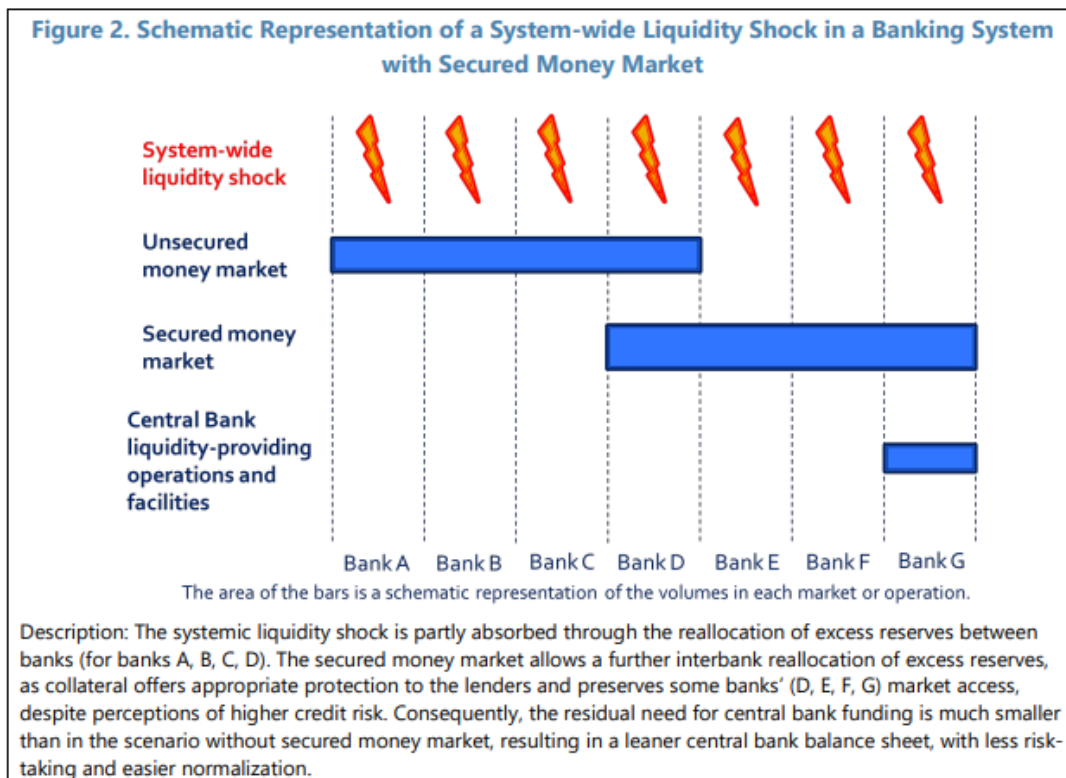
<sup>2</sup> El riesgo de descalce de plazos se produce por la mayor facilidad que tiene el acreedor de liquidar sus activos de corto plazo, mientras que el riesgo de descalce de monedas se produce cuando se deprecia la moneda nacional (aumento del tipo de cambio).

Centrales en el mundo tuvieron que inyectar liquidez de manera directa mediante instrumentos de liquidez denominados no convencionales (BCN, 2020). Si bien estas medidas han sido en gran medida eficaces, han sido a costa de una gran expansión del balance bancario del Banco Central<sup>3</sup>, así como un aumento de su riesgo financiero (FMI, 2022).

Es por ello que con la finalidad de “llenar el espacio” entre los mercados de deuda tradicionales y la intervención directa del Banco Central en momentos de crisis de liquidez, es que se propone el desarrollo de un mercado interno de contratos de retro-compra de activos (repo) para obtener liquidez en el muy corto plazo en tiempos de stress financiero. En términos simples los contratos repo son la venta de un activo financiero con un compromiso de recompra en un plazo acotado (corto plazo). Lo anterior aporta liquidez de corto plazo al vendedor, y entrega un activo seguro a una cierta tasa de interés al comprador. A los activos se les denomina colaterales.

En la gráfica siguiente muestra una representación esquemática de las tres líneas de defensa del mercado financiero en tiempos de crisis de liquidez.

Figura n°1. Esquema de representación de líneas de reacción ante shocks de liquidez (1) (2)



Fuente: FMI (2022)

- (1) Mercados de liquidez sin cobertura (Unsecured money market)  
 (2) Mercados de liquidez con cobertura, **repo** (Secured money market)

<sup>3</sup> Traducción de balance sheet

## II. Aspectos del mercado de activos securitizados: repos

---

Las operaciones de pacto de recompra entre instituciones financieras son una manera de administrar la liquidez en periodos de crisis financiera, y aumento del riesgo sistémico en la economía (Banco Central, 2021). Como se mencionó en tiempos de stress financieros la emisión de deuda a nivel interno e internacional se dificulta por las altas tasas de interés asociadas al mayor riesgo. En este contexto los pactos de recompra permiten aumentar la liquidez sin emitir nueva deuda, mediante el traspaso de la propiedad de un activo financiero al prestamista, con el compromiso de recomprarlo después de un periodo de tiempo a un precio convenido. La diferencia entre el precio de venta y el de recompra del activo en un contrato de repo corresponde a la tasa de interés implícita del contrato. A cambio el deudor, dueño del activo recibe un flujo de dinero para aumentar su liquidez en el corto plazo. En su esencia las transacciones repo se consideran una préstamo con garantía, en donde la garantía es el colateral (FMI, 2021).

Los colaterales por lo general son instrumentos de muy bajo riesgo. Estos pueden ser bonos del tesoro, instrumentos emitidos por el Banco Central o bonos de empresas con una calificación crediticia alta. El Banco Central en sus operaciones de mercado abierto provee liquidez al sistema bancario utilizando este tipo de contratos, exigiendo principalmente como colateral deuda emitida por el Estado y por el Banco Central. No obstante debido a la crisis por Pandemia y a la magnitud de la estrechez de liquidez, el Banco Central flexibilizó sus normas para aceptar colaterales ampliándolas a bonos corporativos, bonos bancarios, depósitos a plazo, papel comercial, préstamos bancarios de buen desempeño, así como las carteras comerciales más grandes, con una garantía del Estado para préstamos bancarios bajo un umbral de calidad.

Esos cambios han hecho que el marco actual de garantías del Banco Central sea mucho más amplio que el marco anterior a la crisis (FMI, 2022). De hecho el FMI recomienda al Banco Central ampliar la elegibilidad de garantías a todos los activos negociables que cumplan con requisitos mínimos de crédito, en tiempos normales. A su vez señalan que el uso de transacciones repo en las operaciones del banco central es un buen punto de partida para catalizar el proceso de desarrollo de un mercado de repos (FMI, 2021).

Como se puede intuir, la generación de un mercado repo, requiere de un amplio mercado de bonos e instrumentos financieros **de alta calidad crediticia**. Esto dado que el riesgo principal de una operación repo es que el valor del activo disminuya, y no permita compensar el valor del préstamo al momento de la recompra, o al momento de la venta del activo en el mercado, en el caso que el deudor entre en default y no pueda satisfacer la recompra del activo.

Una forma de compensar por este riesgo, es que las operaciones repo incluyen un descuento (“haircut”), de forma que la cantidad de dinero (o de activos financieros) aportada se ajuste para asegurar un exceso de garantías, en favor del proveedor de efectivo (Hördahl, P & King, M, 2008)

### **Condiciones para el desarrollo de un mercado repo**

En la literatura revisada se identifican una serie de condiciones para que el mercado repo opere. Estas son de índole legal, tributaria o de infraestructura financiera.

En el ámbito legal se requiere legislación de respaldo para que los contratos sean plenamente exigibles. En particular para **reconocer el derecho de propiedad** sobre la garantía y el derecho del acreedor a liquidar los activos por impago de deudas (FMI, 2021). Es decir que para todos los efectos, hay transferencia de dominio de los activos objeto de las operaciones y el comprador tiene el derecho irrestricto y legalmente exigible de tomar inmediatamente posesión del colateral (e incluso liquidarlo en beneficio propio), y como contrapartida la obligación de venderlo a la otra parte (vendedor) al precio pactado en la fecha convenida (Banco Central, 2021).

En el ámbito tributario, las transacciones de repos podrían introducir distorsiones si se configura conforme a la estructura jurídica de una venta y recompra en lugar de su esencia económica, que es un préstamo con garantía. El FMI recomienda tratar el ingreso y las ganancias, así como los costos, derivados de las transacciones de repos como ingreso y gasto por concepto de intereses, respectivamente, y no como partidas que dan lugar ganancias o pérdidas de capital (FMI, 2021). En esta misma línea, cabe señalar que el SII chileno mediante circular modificó el tratamiento tributario de los contratos repos señalando que deben tributar por los intereses percibidos (pagados) por el comprador (Vendedor) (Banco Central, 2021).

En el ámbito de la infraestructura financiera es necesario una arquitectura de información que permita que los contratos sean valorizados diariamente, permitiendo con ello la implementación de prácticas de descuento (“haircuts”) y el uso de colaterales para respaldar las diferencias en el valor de mercado de los activos “dejados en garantía”.

Po su parte en los mercados repo desarrollados se observa la existencia de plataformas centralizadas para la negociación y estructuras “tripartitas” que potencian el desarrollo de este tipo de mercados al facilitar la información de mercado, la generación de precios, la transferencia, custodia y procesos back office asociados a este tipo de operaciones. En la estructura de un repo tripartita, un agente se sitúa entre el prestamista del activo y el proveedor de efectivo, controlando físicamente los activos aportados en garantía. Las contrapartes originales continúan siendo los principales de la operación, pero el agente gestiona las garantías, realizando sustituciones cuando es necesario, vigilando el riesgo y recaudando los pagos (Hördahl, P & King, M, 2008). Las estructuras tripartitas de negociación de repos son considerados más seguras que las bilaterales (Baklanova, V. et al 2015)

### **III. Mercados de contratos de recompra de activos en Colombia y Estados Unidos**

---

En Colombia (Gobierno de Colombia, 2010) las operaciones repo se pueden realizar de las siguientes maneras: utilizando como intermediario a la bolsa de valores, o al sistema centralizado denominado Sistema Electrónico de Negociación, el que es administrado por el Banco de la República (El Banco Central de Colombia), o de manera privada entre agentes.

Cada sistema de negociación de operaciones tiene su propio reglamento. Los reglamentos deben contener condiciones homogéneas de registro, transacción, liquidación, información y cumplimiento de cada uno de los tipos de operaciones repo. No obstante deben observar las normas para las transacciones repo establecidas en el decreto 2555 de 2010. En el decreto se definen normas tales como:

- Los plazos a los cuales se podrán celebrar las operaciones serán establecidos por los reglamentos de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación de valores. Cuando la operación no se realice a través de dichos sistemas las partes acordarán el plazo de la misma. El plazo de la operación inicialmente convenido no podrá ser superior a 1 año, contado a partir de la celebración de la respectiva operación;
- El monto inicial del contrato repo podrá ser calculado con un descuento (“haircut”) sobre el precio de mercado de los valores objeto de la operación;
- Podrá establecerse que, durante la vigencia de la operación, se sustituyan los valores inicialmente entregados por otros;
- Podrán establecerse restricciones a la movilidad de los valores objeto de la operación;
- Si durante la vigencia de la operación los valores objeto de la misma pagan amortizaciones, rendimientos o dividendos, el adquirente (acreedor) deberá transferir el importe de los mismos al enajenante (deudor) en la misma fecha en que tenga lugar dicho pago.
- Cuando las operaciones repo se realizan sobre acciones u otros valores que otorguen derechos políticos, los reglamentos de las bolsas de valores y de los sistemas de negociación de valores y los contratos celebrados podrán prever que el deudor conserve los derechos políticos sobre las acciones o valores transferidos, siempre y cuando se prevea la inmovilización de las respectivas acciones u otros valores.

En el caso de incumplimiento de las operaciones se tendrán en cuenta las siguientes reglas:

- En las operaciones repo cada una mantendrá el derecho de propiedad sobre las sumas de dinero y los valores que haya recibido y podrá conservarlos definitivamente, disponer de ellos o cobrarlos a su vencimiento. Los reglamentos de las bolsas de valores o de los sistemas de negociación de valores establecerán el procedimiento a seguirse en caso de incumplimiento de las operaciones celebradas y la forma de aplicar las garantías constituidas.
- Si en la fecha de vencimiento se presenta un incumplimiento por parte del deudor o del acreedor y existe alguna diferencia entre el monto final pactado en la operación (por el lado del acreedor), o en el pago de las amortizaciones, rendimientos o dividendos que el acreedor debe transferir al deudor, la parte para la cual dicha diferencia constituya un saldo a favor tendrá derecho a que la misma le sea pagada en un plazo no mayor a cinco (5) días hábiles contados a partir de la fecha del incumplimiento.

Por último cabe señalar que el decreto reconoce dos tipos de garantías para cubrir el riesgo de variación de precios del activo cedido en una operación repo. Estos son:

- **Garantía básica o inicial:** es aquella que constituyen las dos partes de la operación o una de ellas según la exposición al riesgo que asuman en la operación. En el caso de las operaciones repo esta garantía será el descuento (“haircut”) aplicado al valor del activo cedido en la operación.
- **Garantía de variación o ajuste:** Es aquella que constituyen las dos partes de la operación o una de ellas según la exposición al riesgo que asuman en la operación, cuando sea requerida por la bolsa de valores o los sistemas de negociación de valores.

En **Estados Unidos** (Baklanova, V. et al 2015) una operación repo se estructura legalmente como un acuerdo simultáneo entre contrapartes para participar en una venta de activos en una fecha inicial, con una recompra de los activos en una fecha posterior. El acuerdo de recompra establece que toda la participación del vendedor en los activos comprados pasarán al comprador en la fecha de compra inicial.

Sin embargo los términos en el acuerdo de recompra establecen que ciertos derechos de propiedad se retengan sintéticamente por el vendedor. Es decir los intereses o dividendos pagados sobre activos vendidos bajo una repo, se deben reembolsar al vendedor de los activos.

Aunque estructurado como una venta, el efecto económico de una operación de repo es similar al de un préstamo garantizado. Sin embargo, a diferencia de un préstamo garantizado, una transacción de repo en Estados Unidos proporciona una importante protección a los acreedores, en el marco de las leyes de bancarrota. En consecuencia, en caso de que la contraparte entre en insolvencia, el acreedor puede liquidar el activo y acelerar o rescindir el acuerdo

El mercado de repos de EE.UU se compone de dos segmentos, en función de las diferencias en el proceso de liquidación del contrato: éstas son la repo tripartita y la repo bilateral. Una repo tripartita involucra a un tercero, que es un banco intermediario. El banco intermediario brinda soporte administrativo a ambas partes en la transacción, mediante la liquidación del repo en sus libros y asegurando que se cumplan los detalles del acuerdo. Por el contrario, en un repo bilateral, el banco custodio de cada contraparte es responsable de la compensación y liquidación de la operación. En el repo bilateral las dos partes acuerdan los términos de intercambio, incluido el monto principal del repo, la tasa de interés pagada por el proveedor de la garantía, el tipo de valores a entregar, el descuento a aplicar por la garantía prendada y el vencimiento del contrato.

Por último, se señala que una práctica de mercado estándar que se ha desarrollado durante las últimas décadas en Estados Unidos es que los deudores proporcionen garantías de reemplazo de activos o indemnización por incumplimiento de contrato. Aunque no existen datos oficiales, la evidencia sugiere que la gran mayoría de los prestamistas requieren que los agentes proporcionen una indemnización por incumplimiento. Generalmente, la indemnización se limita al monto de las pérdidas que ocurren cuando el valor de la garantía es insuficiente para adquirir valores de reemplazo si un deudor no devuelve el valor prestado.

## Referencias

---

Banco Central (2021). Mercado Repo: principales fricciones y elementos para su desarrollo. Propuestas y avances para el desarrollo del Mercado REPO. Comité de Mercado Nacionales <https://www.bcentral.cl/documents/33528/2306447/Mercado+REPO-+resumen.pdf/7f55233e-c973-4a0a-2405-8da7a85430cf?t=1626703057440>

Baklanova, V. et al (2015). Reference Guide to U.S. Repo and Securities Lending Markets. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 740 September 2015; revised December 2015 JEL classification: G10, G18, L10. [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr740.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr740.pdf)

BCN (2020). Medidas de política monetaria y financiera del Banco Central de Inglaterra, en el marco de la crisis COVID-19. [https://www.bcn.cl/obtienearchivo?id=repositorio/10221/28796/2/BCN\\_medidas\\_BancoInglaterra\\_final.pdf](https://www.bcn.cl/obtienearchivo?id=repositorio/10221/28796/2/BCN_medidas_BancoInglaterra_final.pdf)

FMI (2022). Financial Sector Assessment Program Technical Note on Systemic Liquidity. International Monetary Fund, Publication Services PO Box 92780, Washington, D.C. 20090.

FMI (2021). Nota de orientación para el desarrollo de mercados de bonos públicos en moneda local. International Monetary Fund and The World Bank Edición en español ©2021 Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/analytical-notes/2021/Spanish/ANSA2021001.ashx>

Gobierno de Colombia (2010). Decreto 2555, por el cual se recogen y reexpiden las normas en materia del sector financiero, asegurador y del mercado de valores y se dictan otras disposiciones. <https://www.funcionpublica.gov.co/eva/gestornormativo/norma.php?i=40032>

Hördahl, P & King, M, (2008). Developments in repo markets during the financial turmoil. BIS Quarterly Review, December 2008. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt0812e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0812e.pdf)

Song Shin, Y (2015) Adaptación de políticas macro-prudenciales a las condiciones globales de liquidez. Revista Economía Chilena, Volumen 15, N°2. Agosto 2012. <https://repositoriodigital.bcentral.cl/xmlui/bitstream/handle/20.500.12580/3547/BCCh-rec-v15n2ago2012p033-065.pdf?sequence=1&isAllowed=y>



### Nota aclaratoria

Asesoría Técnica Parlamentaria, está enfocada en apoyar preferentemente el trabajo de las Comisiones Legislativas de ambas Cámaras, con especial atención al seguimiento de los proyectos de ley. Con lo cual se pretende contribuir a la certeza legislativa y a disminuir la brecha de disponibilidad de información y análisis entre Legislativo y Ejecutivo.



Creative Commons Atribución 3.0  
(CC BY 3.0 CL)