

Introducción al Préstamo de Valores



by Mark C. Faulkner
Spitalfields Advisors

Introducción al préstamo de valores

Primera Edición en Castellano. Madrid, marzo 2006

Fuente: "Introduction to Securities Lending" © Mark C. Faulkner

Reproducción y Derechos de Copyright

"Introducción al préstamo de valores" es una obra cuyo encargo inicial partió del Comité de Repos y Préstamo de Valores (*Securities Lending and Repo Committee*), la Asociación Internacional de Préstamo de Valores (*Internacional Securities Lending Association*), la Bolsa de Londres (*London Stock Exchange*), la Asociación Londinense de Banca de Inversión (*London Investment Banking Association*), la Asociación de Banca Británica (*British Bankers' Association*) y la Asociación de Tesoreros de Empresa (*Association of Corporate Treasurers*). Se publicó por primera vez en 2004, y el autor es Mark C. Faulkner, Director Ejecutivo de Spitalfields Advisors Limited.

La intención del autor es que esta obra sea de libre disposición y su difusión, tan amplia como sea posible. Con este objetivo, el dueño de los derechos de copyright (Mark C. Faulkner) permite la reproducción total o parcial de esta obra, así como su almacenamiento en sistemas de recuperación de información o transmisión a través de cualquier tipo de medio (electrónico, mecánico, fotocopia, grabación u otro), sin necesidad de que para ello otorgue su permiso expreso.

Este permiso se otorga tanto para la versión original en lengua inglesa como para esta primera edición en lengua castellana, por iniciativa y patrocinio del Grupo Santander y la Fundación CIFF quienes tienen el © en exclusiva de la versión en castellano. Fuente: "Introduction to Securities Lending" © Mark C. Faulkner

El dueño de los derechos de copyright se reserva el derecho de tomar medidas legales contra cualquier entidad que no cumpla con estas condiciones.

Aviso legal

Las opiniones expresadas en este libro son responsabilidad del autor. Se ha puesto el máximo cuidado posible con objeto de garantizar la veracidad de sus contenidos. De cualquier forma, ni el autor, ni las entidades patrocinadoras o editores de esta obra pueden aceptar responsabilidad alguna de los errores u omisiones que puedan encontrarse en la misma.

Los editores o el autor no aceptarán responsabilidad alguna en lo que se refiere a aquellas pérdidas que alguna persona pueda sufrir como consecuencia de acciones emprendidas o no emprendidas en base a alguno de los contenidos de esta obra.

Prólogo a la edición en castellano

Han sido muchos años de espera y esfuerzo hasta ver completado el marco legal que permita a las entidades españolas participar de manera plena en esta relevante actividad financiera. Aunque la realidad de los negocios en constante evolución como el préstamo de valores, suele ir siempre por delante de su desarrollo legislativo.

Desde las primeras operaciones del mercado a crédito tras la Reforma de la Ley del Mercado de Valores de 1988, pasando por los primeros préstamos a los custodios globales para cobertura de ventas fallidas, hasta las actuales operaciones bilaterales de arbitraje o financiación con inversores institucionales, el Grupo Santander ha impulsado el desarrollo de este mercado en todas sus modalidades.

Durante todo este tiempo, los préstamos sobre valores españoles se han multiplicado exponencialmente, principalmente de la mano de prestamistas y prestatarios extranjeros, que ven esta actividad como un mecanismo flexible para llevar a buen puerto sus estrategias de inversión, usándolo como una fuente adicional de financiación y de ingresos. Mientras, la participación en este negocio de los inversores y emisores españoles ha sido escasa, debido a lagunas legislativas.

En los últimos tres años se han impulsado los desarrollos legales que facilitan la entrada de los jugadores locales a este mercado, con la aprobación de leyes que permiten la posibilidad de establecer acuerdos de compensación contractual, se ha regulado favorablemente la fiscalidad de estas operaciones y, finalmente, se ha habilitando a los fondos de inversión domiciliados en España para que realicen operaciones de préstamo de valores, lo que sin duda reforzará tanto la oferta como la demanda de títulos localmente

Este avance, tal como sucedió en otros mercados donde el producto ha alcanzado mayor madurez, permite que los jugadores locales exploren todas las posibilidades que esta herramienta facilita. Una deslocalización parcial del préstamo de valores sobre activos emitidos en España, tan centrado en Londres, debe también ser recibido como una buena noticia en nuestro mercado.

En Grupo Santander hemos estado presentes desde hace más de 15 años, en casi todas las facetas de esta actividad de manera global, siendo el primer miembro español de ISLA (International Securities Lending Association). Por ello ha decidido liderar este proyecto de traducción del primer tratado completo sobre el préstamo de valores, orientado a los no iniciados en este producto, enfocado de forma clara y diáfana, aunque con un gran nivel de calidad y rigurosidad técnica, adaptando el contenido a la realidad del mercado español.

Queremos extender desde aquí nuestro agradecimiento al holding BME y en especial a la Bolsa de Madrid y a Iberclear por su apoyo a esta iniciativa y al negocio en general.

Esperamos disfruten con su lectura tanto como nosotros.

Adolfo Lagos
Director General



Manuel Gala
Presidente



Prólogo del autor de la versión original

El préstamo de valores proporciona liquidez a los mercados de acciones, de bonos y los monetarios, situándose por tanto en el corazón del mecanismo de funcionamiento del sistema financiero moderno. El aumento de liquidez permite reducir los costes operativos, lo que conlleva una mayor eficiencia del mercado, beneficiosa para todas las partes activas en el mismo. El mercado de préstamo de valores permite a un agente vender títulos que no posee con la confianza de que podrán tomarlos prestados antes de que la operación se liquide. También puede servir como fuente de financiación, a través del préstamo de títulos contra efectivo, habiendo alcanzado esta práctica un papel relevante en los mercados monetarios.

La capacidad para prestar y tomar prestados valores libremente refuerza la calidad de los servicios que intermediarios, gestores de fondos libres (*hedge funds*) y otros gestores de activos prestan a sus clientes, ampliando su margen operativo a la hora de diseñar estrategias de inversión. El préstamo en sí genera un porcentaje creciente de los ingresos de inversores institucionales, bancos custodios, y departamentos de *prime brokerage* de los bancos de inversión más importantes.

Esta obra pretende describir estos mercados al lector, poniendo especial énfasis en el mercado del Reino Unido, y ha sido adaptada para el Mercado Español por el Departamento de Préstamo de Valores del Grupo Santander. El público objetivo es cualquier persona interesada en el préstamo de valores. Se incluyen en este grupo a administradores de fondos de pensiones u otro tipo de fondos que ya operan prestando sus valores o están pensando en hacerlo. También va dirigida a directivos de empresas cuyos títulos son objeto de préstamo, periodistas económicos, autoridades financieras o cualquier otra persona interesada.

Esta es la segunda edición de esta obra y la primera en castellano, y se pretende su revisión anual para garantizar el máximo nivel de actualización de acuerdo con las evoluciones de este mercado. El origen de la idea de publicar esta obra se remonta a discusiones mantenidas en el marco del Comité de Repos y Préstamo de Valores (SLRC) allá por 2003. Este Comité reúne a los agentes del mercado, autoridades británicas y proveedores de la infraestructura del mercado, bajo la presidencia y apoyo administrativo del Banco de Inglaterra. Por aquel entonces, y ante la caída de precios de las acciones, algunos comentaristas comenzaron a vincular este hecho con el préstamo de activos y la venta a crédito, demostrando a menudo una comprensión errónea del mecanismo de funcionamiento del mercado.

Esto no nos puede resultar demasiado sorprendente. Los mercados de préstamo de valores son complejos, con multiplicidad de intermediarios actuando en diferentes niveles. Igualmente, las condiciones de negociación y fijación de precios pueden resultar opacas en apariencia a aquellos que no estén directamente involucrados en dicho mercado. La confusa terminología utilizada y la jerga propia de este mercado tampoco resultan de gran ayuda (de ahí el glosario de términos). Tampoco parecía existir una obra de referencia escrita por participantes de este mercado en la que se describiese de forma comprensible el funcionamiento del mismo para los menos expertos.

Me gustaría mostrar mi agradecimiento al Comité de Repos y Préstamo de Valores (SLRC) por haberme encargado la elaboración de la primera edición de esta obra. También me gustaría dar las gracias a todos aquellos que de alguna forma han participado en la elaboración, tanto de la primera como de la segunda edición, y, por supuesto, al Grupo Santander quien ha tenido la iniciativa de acercar este manual al público castellano-parlante.

Mark C. Faulkner
Director Ejecutivo
www.spitalfieldsadvisors.com



Reconocimientos

La publicación y traducción de “Préstamo de Valores y Gobierno Corporativo” en español ha sido posible gracias al generoso apoyo del Departamento de Préstamo de Valores de Grupo Santander y de la Fundación Centro Internacional de Formación Financiera (CIFF).

Durante la investigación y preparación de este libro, el autor contó con la ayuda de las siguientes personas:

Comité Autor Original:

David Rule, Banco de Inglaterra
Simon Hills, *British Bankers' Association* (Asociación de Banca Británica)
Dagman Banton, *London Stock Exchange* (Bolsa de Londres)
John Serocold, *London Investment Banking Association* (Asociación Londinense de Banca de Inversión)
Andrew Clayton, *International Securities Lending Association* (Asociación Internacional de Préstamo de Valores)

Comité Versión Castellano:

Juan Prieto Sánchez – Managing Director, Préstamo de Valores, Santander.
Gabriel Padilla Otero – Head of Trading, Préstamo de Valores, Santander.
Beatriz Martín Parras – Analista Banca Mayorista Global, Santander
Manuel Gala Muñoz – Presidente, CIFF
Juan Carlos Gómez Moreno – Director Gerente, CIFF
Mariola Marco Wegner – Resp. de Marketing y Comunicación, CIFF

Por encargo inicial de:

Asociación de Banca Británica
Asociación Internacional de Préstamo de Valores
Asociación Londinense de Banca de Inversión
Bolsa de Londres
Comité de Repos y Préstamo de Valores (SLRC)

Otros colaboradores:

Joyce Martindale, Directora de Riesgos y Rentabilidad de Railway Pension Investments Ltd
Susan Adeane, Secretaria, Railway Pension Investments Ltd
Habib Motani, Socio, Clifford Chance
Niki Natarajan, Editor, InvestHedge
Andrew Barrie, Director, Barrie & Hibbert
Jackie Davis, Director de Publicaciones, Asociación de Banca Británica
Bill Cuthbert, Director Ejecutivo, Spitalfields Advisors

Con la aprobación de:

National Association of Pension Funds (Asociación Nacional de Fondos de Pensiones)
Association of British Insurers (Asociación de Aseguradoras Británicas)
Bolsa de Madrid
Iberclear
El autor desea igualmente expresar a todos ellos su gratitud por su ayuda, ánimo y apoyo.

Resumen Ejecutivo

El préstamo de valores – la cesión temporal de un título contra una garantía – es una actividad financiera cada vez más importante, generadora de beneficios significativos, tanto para emisores como para inversores o intermediarios. Entre estos beneficios se encuentran un aumento del nivel de liquidez del mercado, una mayor eficiencia en la liquidación de las operaciones y, posiblemente también, una reducción de los costes de capital.

Es difícil estimar el volumen del mercado global de préstamo de valores al tratarse de un mercado no organizado (*over the counter*). Sin embargo, se puede decir sin problemas que el volumen mundial de valores en préstamo supera los 3 billones de euros (3.6 billones de dólares).

¿En qué consiste el préstamo de valores?

Por préstamo de valores se entiende la práctica de mercado que conlleva el traspaso temporal de títulos, a cambio de una comisión, por parte del prestador o prestamista, a un prestatario o tomador, estando este último obligado a la devolución de los mismos, bien cuando le sean solicitados o al concluir un plazo de tiempo previamente acordado.

De cualquier forma, la palabra “préstamo” es, en cierto modo, engañosa. Legalmente, se trata de una transferencia total de la propiedad del título (venta), contra garantía de devolución de valores equivalentes. Normalmente el tomador del préstamo garantiza la operación aportando efectivo u otros valores de igual o superior valor al de los prestados. De esta forma, el prestamista se protege contra el riesgo crediticio asociado al tomador.

Hay una serie de consecuencias relevantes derivadas de la naturaleza de las operaciones de préstamo de valores:

- La titularidad, sobre los valores prestados como sobre los que sirven como garantía, se transfiere de forma total entre las partes. Por ello, dichos valores pueden venderse de forma definitiva o volver a darse “en préstamo”. Ambas prácticas son habituales y forman parte del funcionamiento intrínseco del mercado.
- Una vez adquiridos los valores, el nuevo propietario tiene determinados derechos sobre los mismos. Por ejemplo, tiene derecho a venderlos o prestarlos a otra parte, así como a participar en las juntas generales de accionistas.
- El tomador tiene derecho a disfrutar de los beneficios económicos que se derivan de la propiedad de los títulos prestados (como por ejemplo, el cobro de dividendos). Sin embargo, el acuerdo de préstamo habrá establecido (“fabricado”) un sistema de pagos equivalentes y obligatorios que compensen al prestamista de los títulos.
- El prestamista de los valores no tiene la propiedad de los mismos, y no cuenta por tanto con derechos de voto. Aún así, sigue estando expuesto a las variaciones de su precio, ya que el tomador puede devolverlos a un precio acordado previamente. El prestamista se reserva normalmente el derecho a solicitar la devolución por parte del tomador de títulos equivalentes, y ejercerá este derecho si desea votar. Por otra parte, tomar acciones en préstamo de valores con el objetivo específico de influir en una votación de accionistas no se considera una práctica de mercado aceptable.

Diferentes tipos de operación de préstamo de valores

La mayoría de préstamos de valores se garantizan, bien contra otros títulos, bien contra depósitos en efectivo. En aquellos casos en los que el prestamista toma valores como garantía, el tomador pagará una comisión a dicho prestamista. Por el contrario, si la garantía es en efectivo, deberá pagar intereses al tomador, aunque a una tasa de interés (tipo de descuento) inferior a la de mercado, de forma que el prestamista pueda invertir ese efectivo y obtener un rendimiento. La fijación del precio es resultado de una negociación entre las partes, en la que normalmente se toman en cuenta factores como la oferta y demanda de los títulos objeto de la operación, la flexibilidad de las garantías, el volumen de dividendos "a fabricar" o la probabilidad de que el prestamista solicite la devolución anticipada de los títulos. Por ejemplo, las comisiones de préstamo de valores cotizados en el FTSE 100 de Londres, contra garantías en títulos, se situaban a finales de 2003 entre 6 y 200 puntos básicos (p.b.) por año, mientras que las correspondientes al préstamo de bonos del Tesoro británico estaban entre 6 y 40 p.b.

Al igual que ocurre con el préstamo de valores, las operaciones de venta y recompra (repos), o compra-reventa (*buy-sell back*) se utilizan para transferir temporalmente la titularidad de valores contra garantía en efectivo. En general, lo más probable es que una operación de préstamo de valores esté motivada por el deseo de disponer de unos determinados títulos, mientras que los repos y la compra-reventa se utilizan para obtener efectivo. A pesar de ello, la frontera entre todas estas operaciones no está muy definida.

Por ejemplo, la reinversión de garantías en efectivo ha sido una parte fundamental del negocio de préstamo de valores durante muchos años, especialmente en Estados Unidos, de forma que dichas oportunidades de reinversión se convertían en el motor que alimentaba dicho mercado.

Prestamistas e intermediarios

La oferta de valores en el mercado de préstamo proviene fundamentalmente de las carteras de los propietarios finales, tales como fondos de pensiones y otros fondos, o las compañías aseguradoras. La demanda subyacente de préstamo de valores tiene su origen en las operaciones realizadas por los intermediarios financieros y los fondos libres (*hedge funds*).

En medio de todo ello, existe una serie de intermediarios, cuya importancia refleja en parte el hecho de que el mercado de préstamo de valores es una actividad secundaria para muchos de los propietarios de valores y para los posibles tomadores presentes en el mismo. Los intermediarios ofrecen importantes servicios, como son la mejora del crédito y la provisión de liquidez, al estar dispuestos a tomar prestados valores a la vista, a la vez que los prestan a plazo. También generan economías de escala, incluyendo el beneficio derivado de la inversión en tecnología que han de realizar para operar en el mercado actual.

Entre los intermediarios se encuentran bancos custodios y gestores de activos actuando como prestamistas de títulos en nombre de los propietarios finales de los mismos, y que prestan este servicio entre los muchos otros que proporcionan a sus clientes. También han aparecido agentes especializados en el préstamo de valores. Estos agentes aceptan el reparto de los beneficios derivados del préstamo con los prestamistas originales de los títulos, pudiendo ofrecer indemnizaciones como cobertura de determinados riesgos, como puede ser el incumplimiento de pago por parte del tomador.

Otro tipo de intermediarios serían aquellos que actúan como agentes principales o directos. Los agentes se dedican a la intermediación entre prestamista y tomador, pero también utilizan este mercado para financiar sus actividades generales de intermediación financiera. Pueden intentar obtener rendimientos convirtiéndose en avalistas, asumiendo créditos de la contraparte o riesgos de liquidez. Por ejemplo, pueden prestar valores a un cliente durante un periodo de tiempo cerrado a la vez que éstos se toman prestados con plazo abierto, con riesgo de solicitud de devolución anticipada por parte del prestamista. A través de sus operaciones de *prime brokerage* consiguen cubrir las necesidades de los fondos de inversión alternativos (*hedge funds*), y la toma de valores a préstamo para financiar sus posiciones ha crecido muy rápidamente.

Para los titulares de los valores, hay diferentes vías de acceso a este mercado. Pueden hacerlo a través de un agente (banco custodio, gestora de activos o especialista) que gestione un programa de préstamo de valores. Otra opción es hacerlo bajo la fórmula de subasta directa de su cartera entre posibles tomadores, o bien seleccionando un tomador principal de la misma. También puede realizar una operación de préstamo interno o "*in-house*", así como prestar directamente en el mercado, o bien utilizar una combinación de algunas de estas estrategias.

Motivaciones para la toma de valores en préstamo

La razón más habitual para la toma en préstamo de valores es la cobertura de una posición corta (venta a crédito), utilizando esos valores para liquidar la operación de venta. Pero rara vez se trata de una simple apuesta especulativa por una caída del valor del activo en la que el tomador espera comprar el título a un precio menor una vez expire el préstamo. Lo más habitual es que esa posición corta forme parte de una estrategia operativa más amplia, normalmente diseñada con el objetivo de beneficiarse de diferencias percibidas en el precio de activos relacionados. Por ejemplo:

- Arbitraje de bonos convertibles: la compra de un bono convertible a la vez que se adopta una posición corta para el valor de referencia del bono.
- Arbitraje de valores relacionados o *pairs' trading*: el objetivo es el de identificar dos empresas, de características similares, que coticen a precios que no se ajusten a la relación histórica que ambas empresas han mantenido entre sí. Se procede a comprar títulos de la empresa aparentemente infravalorada, mientras que se toman posiciones cortas en la que estaría sobrevaluada.
- Arbitraje sobre fusiones: por ejemplo, toma de posiciones cortas en acciones de la empresa que ha hecho la oferta de adquisición, frente a posiciones largas en acciones de la que podría ser absorbida.
- Arbitraje sobre índices: posiciones a corto en los valores incluidos en un índice (por ejemplo los del IBEX 35), mientras se adoptan posiciones largas en el futuro de ese índice (por ejemplo contratos del IBEX 35 en MEFF).

Las posiciones cortas también se generan como resultado de operaciones de liquidación fallidas (ya que algunos sistemas de liquidación de operaciones en valores generan préstamos automáticos de títulos con objeto de evitar fallos en cadena). Lo mismo ocurre en aquellos casos en los que los intermediarios necesitan tomar valores prestados para satisfacer las peticiones de compra de sus clientes para operaciones en las que indican precios de compra y venta diferentes.

No todas las operaciones de préstamo de valores se derivan de la venta a crédito. La obtención de financiación está detrás de muchas de estas operaciones. El

prestamista desea obtener efectivo en préstamo contra los títulos que presta, bien sea a través de repos, simultáneas, o préstamo de activos contra efectivo.

Otro grupo de operaciones de importancia, que no está vinculado a posiciones cortas, es el que se deriva del préstamo con intención de transferir temporalmente la propiedad del título, sistema que puede resultar beneficioso tanto para el prestamista como para el tomador. Por ejemplo:

- Cuando un prestamista está sometido a retención sobre dividendos o intereses (generados por un título), mientras que un potencial tomador no lo esté. El tomador recibiría el dividendo libre de impuestos, y comparte parte del beneficio con el prestamista a través del cobro por éste de una mayor comisión o una mejor compensación por dividendos.
- Cuando una entidad emisora ofrece a los accionistas la posibilidad de elegir entre recibir un dividendo en efectivo o reinvertir el equivalente en acciones (emisión liberada) a un precio inferior al de mercado. Algunos fondos, como aquellos referenciados a un índice, no pueden beneficiarse de las emisiones liberadas más atractivas, ya que ello aumentaría el peso de un determinado valor en su cartera por encima de lo permitido según sus directrices de inversión. El tomador en préstamo de las acciones elegirá la opción de emisión liberada, vendiendo esas acciones en el mercado. De nuevo, compartirá el rendimiento con el prestamista, bien pagando una comisión superior o bien concediendo una mejor compensación por dividendos.

Operativa de mercado y liquidación

El mercado de préstamo de valores es un híbrido entre un mercado informal basado en relaciones y un mercado abierto y cotizado. Históricamente, las transacciones se negociaban por teléfono, pero cada vez más se comunica la disponibilidad de títulos a determinados precios utilizando el correo electrónico u otras plataformas electrónicas.

Los préstamos pueden ser con un plazo fijo de vencimiento o cerrados; asimismo, cada vez es más habitual que sean abiertos y sujetos a una posible solicitud de devolución anticipada, ya que los prestamistas suelen preservar este derecho para mantener la flexibilidad necesaria que sus gestores de fondos requieren, para vender en cualquier momento.

El cierre de una operación se produce en un marco de tiempo menor que el que corresponde a las operaciones de contado, pudiendo ser liquidadas incluso en el día de contratación, con lo que se pueden tomar prestados títulos para cubrir una operación de venta.

En la mayoría de sistemas de liquidación, los préstamos de valores se ejecutan como entregas "libres de pago", y la liquidación efectiva de la garantía se ejecuta por separado, posiblemente como un pago aparte o en un sistema de liquidación distinto; incluso se pueden ejecutar en un país o zona horaria diferente. Esto puede generar lo que se denomina "riesgo intradía", un periodo durante el que los títulos se han entregado mientras que la garantía aún no se ha recibido. Con objeto de evitar este riesgo, algunos prestamistas insisten en obtener la garantía con carácter previo, de forma que el riesgo es transferido al tomador.

En España, Iberclear, el depositario central del mercado de valores, ha establecido un mecanismo específico para la liquidación y control de las operaciones de préstamo de valores, que permite la entrega contra pago, evitando el anteriormente citado riesgo intradía. En el Reino Unido e Irlanda, el depositario central, CREST, tiene un mecanismo similar.

UK Stamp Duty (Impuestos en Reino Unido)

El reglamento de la Bolsa de Londres requiere la comunicación a dicho organismo de aquellas operaciones de préstamo de valores sujetas al pago de impuestos (*UK Stamp Duty* o *Stamp Duty Reserve Tax, SRDT*). De esta forma, las empresas consiguen que sus actividades de préstamo y toma en préstamo queden bajo el amparo de la Bolsa, estando así exentas del pago de impuestos según la normativa de la Agencia Tributaria británica (*UK Inland Revenue*). Aquellas empresas que no sean miembro de la Bolsa, pero operen a través de una empresa que lo sea, también pueden acogerse a esta exención en el pago de *Stamp Duty* o *SDRT*.

En España no existe este impuesto a la transmisión de valores.

Transparencia en el mercado

Iberclear, a través del Diario de la Bolsa de Madrid, publica de manera diaria el total de acciones españolas prestadas y devueltas en cada valor. También indican el saldo total de préstamos vigentes anotado en el registro oficial de operaciones, así como el saldo total de préstamos represados, es decir préstamos iniciados con acciones provenientes de otra operación de préstamo de valores.

En el Reino Unido, CREST ofrece información, aunque con un cierto desfase temporal, sobre los precios de las operaciones de financiación para los 350 valores más importantes en el Reino Unido. Esta información comenzó a publicarse en septiembre de 2003 y, en la medida de lo posible, no se incluyen las actividades de Intermediación.

Riesgos y gestión de riesgos

Caso en el que se toma efectivo como garantía. El prestamista pagará un tipo de interés de descuento al prestatario, de forma que si al reinvertir ese dinero puede obtener un tipo de interés superior, el rendimiento neto de la parte de la operación vinculada a la garantía será positivo. El rendimiento esperado puede verse aumentado si se invierte en activos con un mayor riesgo crediticio o una duración superior al previsto para la operación de préstamo de valores, con el riesgo de sufrir pérdidas si el tipo de interés de mercado sube. Gran parte de las operaciones que han generado pérdidas en la historia de este mercado han tenido su origen en la mala reinversión de garantías en efectivo.

Caso en el que la garantía son otros valores. Además de la posibilidad que siempre existe en cualquier mercado de que se produzcan errores, fallos en el sistema o fraudes, el mayor problema aparecerá si el tomador incurre en impago. Cuando se produce el impago, el prestamista se ve obligado a vender los títulos aportados en garantía en el mercado con objeto de obtener los recursos necesarios para adquirir y reemplazar los valores inicialmente prestados. Perderá dinero si el precio de los títulos garantía baja respecto al de los títulos prestados. Normalmente, el riesgo de incurrir en estas pérdidas aumenta cuanto más dure el préstamo, o bien si no se ha estimado correctamente el valor de los títulos prestados o tomados en garantía. También aumenta si el mercado para esos activos no es muy líquido, o si los precios de mercado de los títulos prestados y tomados en garantía no siguen tendencias similares en el mercado.

Normativa legal

El marco legal que regula las operaciones de préstamo de valores en España, está formado por la Ley del Mercado de Valores (Art. 36.7 Ley 24/1988), que incorporó el concepto del Préstamo de valores en el ordenamiento jurídico español, la Ley de Medidas de Reforma del Sistema Financiero (Art. 15 y 16 Ley 44/2002), que regula las compensaciones contractuales de forma bilateral, la Ley de Instituciones de Inversión Colectiva (Art. 30 y 80 Ley 35/2003) y su desarrollo finalmente aprobado en noviembre de 2005 que da entrada a los fondos de inversión a este mercado y finalmente la Ley de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Sociales (Disposición adicional 18 Ley 62/2003), que establece el tratamiento fiscal a las operaciones de Préstamo de Valores, determinando que no se produce alteraciones patrimoniales por la transmisión de títulos en Préstamo de Valores.

En el Reino Unido cualquier persona que actúe en el negocio de préstamo o toma en préstamo de acciones en el Reino Unido está desempeñando, como norma general, una actividad regulada según se establece en la *Financial Services and Markets Act* (Ley de Mercados y Servicios Financieros) de 2000 (Orden 2001 sobre Actividades Reguladas). De acuerdo con dicha Ley, estará sometida a autorización y supervisión. Tanto el prestamista como el tomador, como personas autorizadas, estarán sometidas a las provisiones establecidas en el Manual de la *Financial Services Authority* (Autoridad sobre Servicios Financieros o FSA), y en especial en lo que se refiere al capítulo sobre Conducta Profesional del mismo.

Igualmente, deberán respetarse las disposiciones sobre abuso de mercado recogidas en la citada Ley de Mercados y Servicios Financieros, y el consecuente *Code of Market Conduct* (Código de Conducta en los Mercados) de la FSA. El Manual de la FSA incluye reglamentos, consejos y reglas prácticas que ayudan a las empresas a adaptar sus prácticas de forma que cumplan con los *High-Level Standards* de la FSA.

Stock Borrowing and Lending Code (Código de Préstamo y Toma en Préstamo de Valores)

Además de los requisitos de prudencia establecidos por la FSA, los propios agentes de este mercado han establecido un Código de Préstamo y Toma en Préstamo de Valores, que con la consideración de buena práctica, es respetado por aquellos agentes del Reino Unido. Este Código no sustituye ni modifica en modo alguno las normas establecidas por la FSA u otros organismos reguladores, ni pretende reemplazar las reglas de funcionamiento interno de los sistemas de liquidación en lo que se refiere a estas operaciones de préstamo y toma en préstamo.

Comité de Repos y Préstamo de Valores (SLRC)

El Comité de Repos y Préstamo de Valores (SLRC) ha elaborado el citado Código. El SLRC ofrece un foro de discusión en el que se analizan los cambios estructurales que se dan en el mercado de repos y préstamo de valores. Autoridades, actores del mercado y proveedores de la infraestructura del mismo emiten sus recomendaciones a través de este foro. Los Términos de Referencia del Código se recogen en el Apéndice 2.

Muchas de las dudas y preguntas que se plantean respecto al mercado de préstamo de valores encuentran respuesta en el Capítulo 6 (Preguntas más frecuentes). Las respuestas se han agrupado por temas: legales, cupones y dividendos, garantía y gestión de riesgos, operativa y logística, gobierno corporativo y, opciones de préstamo para el propietario.

Finalmente, destacar que, al igual que cada mercado tiene su propia jerga, lo mismo ocurre con el préstamo de valores. En el Apéndice 3 se puede encontrar un glosario de términos.

El préstamo de valores es una actividad demasiado importante como para obviarla. Afecta a los intereses de inversores en valores, empresas emisoras de esos valores, intermediarios y autoridades reguladoras. Es, además, una pieza clave para el funcionamiento eficiente de los mercados financieros modernos. Esta obra pretende ofrecer una introducción rigurosa para conocer este moderno sector.