

Capítulo 1 ¿En qué consiste el préstamo de valores?

El préstamo de valores comenzó como una práctica informal entre *brokers* cuando no disponían de suficientes títulos físicos para cerrar sus operaciones de venta, normalmente porque sus clientes los habían traspapelado o simplemente no los habían presentado en la fecha de cierre de la operación. Una vez que el *broker* los recibiese, éste los devolvería al *broker* que se los había prestado. Esta operativa no se ejecutaba bajo un acuerdo formal, y no se intercambiaban garantías.

El préstamo de valores es hoy en día un negocio importante que se refiere a la práctica de mercado por la que una parte -el prestamista-, transfiere temporalmente unos títulos a otra parte -el prestatario-. El tomador está obligado a devolver esos valores, en el momento en el que se le soliciten o al vencimiento acordado para ese préstamo. Durante el periodo de préstamo, el prestamista recibe del tomador unos activos, aceptados como garantía de dicha operación.

De acuerdo con la legislación española y de conformidad a la normativa comunitaria, la titularidad plena sobre los valores "prestados" corresponde al tomador, cuya obligación consiste en la devolución de "títulos equivalentes". Igualmente, el prestamista goza de titularidad plena sobre los activos que recibe del tomador como garantía de la operación, y su obligación consiste en devolver el equivalente a esa garantía. En España sin embargo, Iberclear, a través de su registro especial de operaciones de Préstamo de Valores, facilita, siempre que sea posible, que las acciones devueltas sean exactamente las mismas que fueron originalmente cedidas.

El préstamo de valores juega hoy en día un papel fundamental en el correcto funcionamiento de los mercados de valores en todo el mundo. A pesar de ello, es poco conocido para aquellos fuera del mismo.

Definiciones

En cierto modo, el término "préstamo de valores" induce a confusión, y es de hecho incorrecto. Según la legislación inglesa, y también según otros muchos ordenamientos jurídicos, la operación conocida como "préstamo de valores" es de hecho...

"la venta de valores vinculada a la posterior recompra de valores equivalentes según acuerdo suscrito."

Estas operaciones están sujetas a garantía, y al cobro de una "comisión de alquiler". Estos y otros aspectos se establecen en las condiciones acordadas por las partes. Es perfectamente posible, y de hecho es práctica común, la venta o préstamo de los valores tomados prestados.

Hay una serie de consecuencias de estas definiciones que merece la pena mencionar:

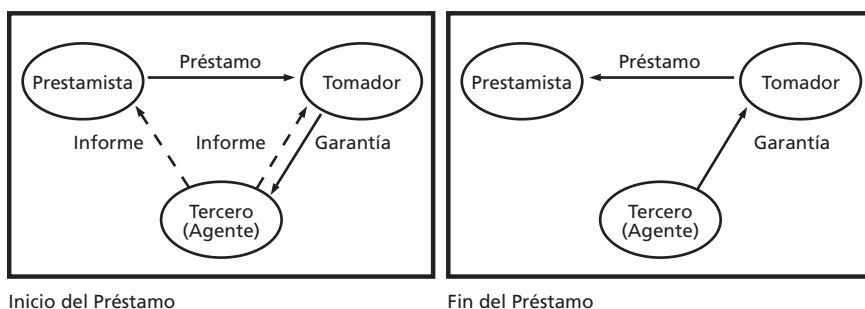
1. La plena titularidad, tanto de los valores prestados como de la garantía, se transfiere entre las partes.
2. Los beneficios económicos que se derivan de la titularidad – cobro de dividendos, cupones, etc. – repercuten en el prestamista (a través de la compensación por dividendos), lo que significa que aunque el tomador tiene derecho a disfrutarlos como titular, en el acuerdo se habrá establecido la obligación contractual de que realice pagos equivalentes al prestamista.
3. El prestamista renuncia a sus derechos como propietario, por ejemplo, el de voto. Si el prestamista quiere ejercer el derecho a voto sobre valores prestados, tendrá derecho, de acuerdo con el contrato suscrito, a solicitar la devolución de títulos equivalentes por parte del tomador.

4. En el Reino Unido, aquellas operaciones de préstamo de valores debidamente documentadas están exentas de dos impuestos: *Stamp Duty Reserve Tax* y *Capital Gains Tax* (Impuesto sobre Ganancias de Capital). En España, no existe el impuesto a la transmisión de acciones y tampoco se genera impuesto sobre ganancias de capital, de conformidad con la Ley de Acompañamiento.

Diferentes tipos de operaciones de préstamo de valores

La mayoría de operaciones de préstamo de valores realizadas en la actualidad se materializan contra una garantía que protege al prestamista del posible impago por parte del tomador. Esta garantía puede ser en efectivo o en otros valores o activos.

(a) Operaciones garantizadas contra otros valores o activos



Las garantías que no se proporcionan en efectivo suelen provenir de los siguientes tipos de activos:

- Bonos del Estado
Emitidos por países de G7, G10 o países no miembros del G7
- Bonos de empresa
Con diversos ratings crediticios
- Bonos convertibles
Vinculados o no a los activos prestados
- Acciones
Correspondientes a índices determinados
- Cartas de crédito
De bancos con una determinada solvencia crediticia
- Certificados de depósito
Obtenidos de instituciones con una determinada solvencia crediticia
- Delivery By Value ('DBVs') (1)
Concentrados o no
Referidos a un tipo determinado de activos
- Warrants
Vinculados o no a los activos prestados
- Otros instrumentos del mercado monetario
La elección de las garantías será resultado de acuerdo entre las partes, al igual que ocurrirá con otra serie de aspectos relevantes como son:

(1) Ver el glosario para una explicación sobre los DBV

- Límites teóricos
Valor absoluto de cualquier activo que sea aceptado como garantía
- Margen inicial
El margen requerido al inicio de la operación
- Margen de mantenimiento
El nivel mínimo de margen a mantener a lo largo de la operación
- Límites a la concentración
El porcentaje máximo admisible de una emisión, por ejemplo, menos del 5% del volumen diario negociado

El porcentaje máximo del conjunto de garantías que pueden tomarse contra un mismo emisor, por ejemplo el efecto acumulativo para el caso de que las garantías en forma de cartas de crédito, valores, bonos y convertibles sean emitidos por una misma empresa

En el ejemplo mostrado más arriba, el gráfico muestra como la garantía queda depositada en manos de un Tercero (Agente). A este agente especializado (normalmente un gran banco custodio o una central internacional depositaria de valores) solamente se le entregarán, por parte del tomador, garantías aceptables, manteniéndolas aquél en una cuenta separada a la orden del prestamista. El Agente actualizará su valor de mercado diariamente, informando de ello a prestamista y tomador (en el gráfico, las líneas de puntos que indican "Informe"). Normalmente, el tomador paga una comisión al Agente.

Existe un debate en el sector sobre si los prestamistas que son flexibles en lo que se refiere al porcentaje de garantías diferentes al efectivo que están dispuestos a recibir, deben recibir en compensación comisiones más altas. Algunos opinan que sí, mientras que en otros casos se argumenta que las comisiones deben mantenerse fijas, y simplemente los tomadores estarán más dispuestos a realizar más operaciones con aquellos prestamistas flexibles, lo que redundará en un mayor número de operaciones e ingresos para ellos.

Las partes alcanzarán un acuerdo sobre el importe de la comisión, teniendo en cuenta los siguientes factores:

- Oferta y demanda
Cuanto más escasa es la oferta de un valor en igualdad de condiciones, mayor será la comisión que por su préstamo puede obtener el prestamista
- Flexibilidad con respecto a garantías
El coste asociado a cada uno de los posibles tipos de garantía varía significativamente. Por ello, el tomador puede decidir pagar una comisión más alta al prestamista o ser más flexible a la hora de aceptar diferentes garantías.
- El valor del "dividendo fabricado" para compensar al prestamista por el dividendo (después de impuestos) que habría recibido de no haber prestado el título
Cada prestamista está sometido a obligaciones impositivas diferentes sobre los ingresos derivados de esos activos; cuanto menor es el "dividendo fabricado" que requiere el prestamista, mayor será la comisión que podrá negociar (2)
- El plazo de la operación
Las operaciones de préstamo de valores pueden ser abiertas, pudiendo el prestamista solicitar la devolución de los títulos, o cerradas para un plazo fijado

(2) Ver el Capítulo 3 para una explicación sobre cómo el préstamo de valores puede estar motivado por las diferencias en los regímenes impositivos que afectan a prestamista y tomador

de antemano; existe un amplio debate sobre si la certidumbre debería generar una prima o un descuento. Si un prestamista puede garantizar un préstamo libre de solicitudes de devolución, debería pagarse una prima. Uno de los atractivos de operar con repos o swaps es el de la seguridad ofrecida por la otra parte en la operación

- **Certidumbre**
Como se explica en el Capítulo 3, hay oportunidades de negociación y de arbitraje, y sus rentabilidades están en función de la toma de determinadas decisiones. Si un prestamista puede garantizar un determinado patrón de actuación, podría negociar una comisión más alta

Recuadro 1: Flujos monetarios en una operación de préstamo de valores con garantía no monetaria

Los rendimientos para un prestamista de valores contra una garantía no en efectivo se derivan de las comisiones que cobra. El flujo derivado de esta operación se representa como sigue:

Fecha de operación:	13 de junio de 2005
Fecha de liquidación:	16 de junio de 2005
Plazo:	Abierto
Valor:	XYZ Ltd
Precio del Valor:	10 libras (GBP) por acción
Cantidad:	100.000 acciones
Valor del préstamo:	1.000.000 libras
Comisión de préstamo:	50 puntos básicos (centésimas de punto porcentual)
Garantía:	DBVs concentrados del FTSE 100
Margen requerido:	5%
Garantía requerida:	1.050.000 libras en DBVs
Ingreso diario del préstamo:	$1.000.000 \times 0,005 \times (1/365) = 13,70$ libras

En caso de que la operación quede abierta durante un mes, y se cierre el 16 de julio de 2005, se generarán dos flujos de tomador a prestamista.

El 30 de junio, una comisión de 191,80 libras (13,70 libras x 14 días)

El 31 de Julio, una comisión de 219,20 libras (13,70 libras x 16 días)

Por tanto, los ingresos totales serían de 411,00 libras, que se compensarán contra el coste de liquidación de las operaciones de préstamo y garantía.

Nota Por motivos de simplificación, en este ejemplo se asume que el valor del activo en préstamo se mantiene constante, aunque en la práctica cambiaría a diario requiriendo una actualización diaria del valor del mismo, lo que daría lugar a diferentes comisiones para cada día, así como cambios diarios en el valor de la garantía necesaria. Las operaciones abiertas pueden modificarse en lo que se refiere a su valoración o a las comisiones establecidas si las circunstancias de mercado cambian. Igualmente se asume que esto no ha ocurrido.

En la siguiente tabla se muestra el rango entre el que se han movido las comisiones de préstamo para diferentes clases de activos en diciembre de 2004 en el mercado británico. La mayoría de las operaciones se han cerrado en la parte baja del rango de comisiones indicado.

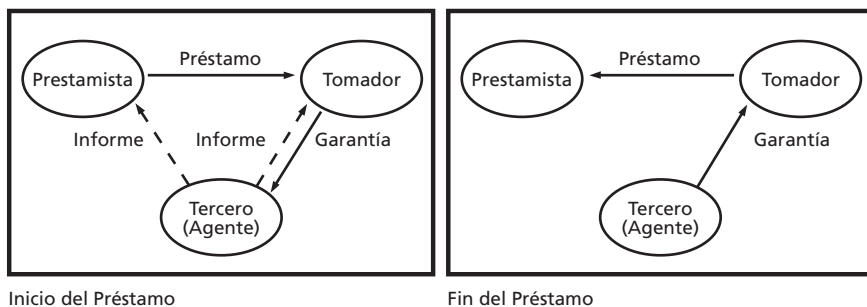
Tipo de activo	Rango Típico de Comisiones (puntos básicos anuales)
Valores del FTSE 100	6-200
Valores del FTSE 250	10-240
Deuda pública británica indexada	6-43
Deuda pública británica no indexada	3-13
Bonos de empresa británicos (grado de inversión)	5-75
Bonos de empresa británicos (por debajo grado de inversión)	20-100

Fuente: www.performanceexplorer.com

(b) Operaciones garantizadas contra efectivo

El uso de efectivo como garantía es, y ha sido durante años, parte fundamental del negocio de préstamo de valores, especialmente en Estados Unidos. La línea de separación entre dos negocios distintos, el préstamo de valores y la reinversión de liquidez, se han ido difuminando. Para muchos inversores institucionales en Estados Unidos, ambos son prácticamente sinónimos. Fuera de Estados Unidos no es ni mucho menos así, pero la consolidación del negocio de custodia, y el importante papel de los bancos custodios estadounidenses en el mercado, hacen que cada vez más sea esta práctica la que prevalece. La importancia de este hecho está en las grandes diferencias de los perfiles de riesgo asociadas a ambas actividades.

Operaciones garantizadas en efectivo



Los ingresos generados a través de un préstamo de valores que toma efectivo como garantía provienen de una fuente diferente a la de aquellas operaciones que no toman efectivo como garantía. Su origen está en el diferencial o "spread" entre el tipo de interés pagado y recibido por el prestamista (ver Recuadro 2).

Recuadro 2: Flujos monetarios para un préstamo garantizado contra efectivo

Fecha de operación:	13 de junio de 2005
Fecha de liquidación:	16 de junio de 2005
Plazo:	Abierto
Valor:	XYZ Ltd
Precio del Valor:	10 libras (GBP) por acción
Cantidad:	100.000 acciones
Valor del préstamo:	1.000.000 libras
Tasa de descuento:	80 puntos básicos
Garantía:	Dólares USA en efectivo
Margen requerido:	5%
Garantía requerida:	1.718.850,00 Dólares USA (1.050.000,00 libras a 1,67)
Tipo de reinversión:	130 puntos básicos
Ingreso diario del préstamo:	23,87 USD ó 14,58 libras (1.718.850,00 x 0,005 x (1/360))
Tipo de cambio tomado:	1 libra (GBP) = 1,637 dólares (USD)

Si esta operación se mantiene abierta durante un mes y se liquida a 16 de julio de 2005, se generan dos flujos monetarios del prestamista al tomador. Su origen estará en la garantía monetaria, mientras que la rentabilidad para el prestamista estará en el diferencial de 50 puntos básicos entre el tipo de descuento y el de reinversión.

$$1.718.850 \text{ USD} \times 0,008 \times (1/360) = 38,20 \text{ dólares (USD)}$$

Pagos al tomador:

El 30 de junio: 534,80 USD (38,20 x 14 días)

El 31 de Julio: 611,20 USD (38,20 x 16 días)

El beneficio para el prestamista normalmente sería como sigue:

El 30 de junio: 204,12 libras (14,58 x 14 días)

El 31 de Julio: 233,28 libras (14,58 x 16 días)

Por tanto, el rendimiento total es de 437,40 libras que se compensarán contra el coste de liquidación de las operaciones de préstamo y garantía.

Nota Por motivos de simplificación, en este ejemplo se asume que el valor del activo en préstamo se mantiene constante, aunque en la práctica cambiaría a diario generando una actualización diaria del valor del mismo, lo que daría lugar a diferentes comisiones para cada día, así como a cambios diarios en el valor de la garantía necesaria. Las operaciones abiertas pueden modificarse en lo que se refiere a su valoración o a las comisiones establecidas si las circunstancias de mercado cambian. Igualmente se asume que esto no ha ocurrido.

El incremento marginal en la rentabilidad diaria de la operación asociada a garantía en efectivo, con un diferencial de 50 puntos básicos, respecto a la de garantía no monetaria con diferencial de 50 puntos, se debe a que el diferencial se obtiene sobre la garantía, que cuenta con un margen del 5%, así como por el hecho de que el tipo de interés en dólares USA se establece para 360 días, y no para 365 como ocurre en Reino Unido.

El beneficiario transmite las directrices de reinversión al agente del préstamo a través de conceptos clave, pudiendo seguir un esquema similar al siguiente:

Conservador

- Fondo repos intradía en Bonos del Tesoro países G7
- Plazo efectivo máximo: 1 día
- No se permiten divisas con tipo de cambio libre o derivados
- Restringido a acuerdos repo intradía

Muy conservador

- Fondo de repos en Bonos del Tesoro con calificación de riesgo AAA
- Periodo máximo de vencimiento promedio: 90 días
- El plazo máximo de vencimiento individual de cualquier instrumento será de 13 meses

Bastante flexible

- Plazo efectivo máximo: 120 días
- El plazo máximo de vencimiento individual de cualquier instrumento será de 2 años
- Se permiten divisas con tipo de cambio libre y aquellos derivados que se establezcan
- Calidad crediticia. Calificación a corto plazo: A1/P1, a largo plazo: A-/A3 o mejor

Flexible

- Plazo efectivo máximo: 120 días
- El periodo máximo de vencimiento individual de cualquier instrumento será de 5 años
- Se permiten divisas con tipo de cambio libre y aquellos derivados que se establezcan
- Calidad crediticia. Calificación a corto plazo: A1/P1, a largo plazo: A-/A3 o mejor

Algunos agentes de préstamo de valores ofrecen directrices de reinversión a medida, mientras que otros ofrecen sistemas conjuntos de reinversión.

Otros tipos de operaciones

El préstamo de valores es sólo una de las partes de un mercado en el que se entrelazan muchos otros tipos de operaciones de financiación en valores. Estas operaciones se usan con frecuencia como alternativas para alcanzar un rendimiento económico similar al de otras operaciones, aunque su tratamiento fiscal y contable puede ser diferente. Entre estas otras operaciones se distinguen:

(a) Acuerdos de venta y recompra

Los acuerdos de venta y recompra o "repos" implican la venta de títulos por una de las partes a otra contra efectivo, pero bajo el acuerdo simultáneo de recompra de esos mismo títulos (u otros equivalentes) a un precio fijado para una determinada fecha en el futuro. Es común que los términos "vendedor" y "comprador" sustituyan a los de "prestamista" y "tomador" usados en el préstamo de valores. La mayoría de operaciones con repos se rigen por el acuerdo *TBMA/ISMA Global Master Repurchase Agreement* (GMRA) (3)

Las operaciones de repos se dan básicamente por dos motivos: bien para transferir la propiedad de un título entre dos partes, o bien para facilitar operaciones de préstamo con garantía de efectivo u operaciones de financiación.

(3) La Public Securities Association o PSA ha pasado a denominarse Bond Market Association o BMA, y es una asociación sectorial estadounidense. La ISMA (International Securities Market Association o Asociación Internacional del Mercado de Valores) es un organismo autorregulado y asociación sectorial para el mercado internacional de valores.

La mayor parte de las operaciones de financiación y préstamo en bonos se hacen a través de repos, y el mercado de repos es cada vez más importante. Se puede añadir un anexo al GMRA que facilite el desarrollo de operaciones de repo sobre títulos.

Los repos son muy parecidos a un préstamo de valores garantizado contra efectivo, en la medida en que el ingreso se convierte en un tipo de interés implícito en el precio para las dos partes de la operación.

Al inicio de la operación, los títulos se valoran y venden a precio de mercado "sucio" (esto es, incluyendo cualquier cupón acumulado). Al finalizar, los títulos se revenden a un precio previamente fijado que corresponde a la suma del precio de venta original e intereses de acuerdo con un tipo fijado de antemano, y denominado "tipo repo".

En aquellas operaciones cuya motivación es la operación con los propios valores (aquellas cuyo objetivo no es simplemente de financiación), el tipo repo se fija normalmente a un nivel inferior al del mercado monetario, lo que recompensa al prestamista, que podrá reinvertir en ese mercado y obtener un rendimiento. El prestamista disfruta con frecuencia de un margen ya que el valor de los títulos se fija por encima del precio de mercado.

Cuando la obtención de efectivo es la que motiva la operación, se acordará un precio de recompra, que normalmente se fija cerca del rendimiento del mercado monetario, al tratarse más bien de una operación de financiación. Al inicio de la operación se establece el derecho a sustituir los títulos dados como garantía. El prestamista de efectivo ofrece con frecuencia un margen vía reducción del valor de los títulos transferido según un descuento o "*haircut*" previamente acordado.

(B) Buy-sell back o Compra/reventa

Las operaciones de compra/reventa son similares a las de repos, pero se estructuran como una venta y compra simultánea de unos títulos en la fecha de liquidación previamente acordada. El precio de compra futuro establecido en el acuerdo se calcula normalmente tomando como referencia los precios en el mercado de repos.

El comprador de los valores obtiene titularidad plena sobre los mismos y le corresponden los intereses y pago de cupones que se produzcan durante el periodo de duración de la operación. Sin embargo, el precio futuro acordado tendrá en cuenta para su cálculo cualquier cupón que vaya a recibir el comprador.

Las operaciones de compra/reventa se ejecutan normalmente para obtener financiación y suelen realizarse sobre activos con rendimientos fijos. En general, el tomador de efectivo en préstamo no tiene derecho a sustituir las garantías que ha proporcionado. Hasta 1996, estas operaciones se realizaron mayoritariamente fuera de un marco legal establecido, con las anotaciones contractuales como única forma de registro de las mismas. En 1995, el acuerdo GMRA se modificó, incorporando un anexo que se ocupaba específicamente de las operaciones de compra/reventa. La mayoría de estas operaciones se rigen ahora por este documento.

En la tabla que sigue se comparan las tres formas básicas de operaciones de préstamo de valores contra garantía.

Características	Préstamo de Valores		Repos		Compra/Reventa
	Garantía en Efectivo	Títulos u otras garantías	Sobre títulos específicos (motivadas por los títulos)	Garantías generales (motivadas por la obtención de efectivo)	
Método formal de intercambio	Venta con acuerdo de recompra de títulos equivalentes	Venta con acuerdo de recompra de títulos equivalentes	Venta y recompra según el acuerdo marco regulador	Venta y recompra según el acuerdo marco regulador	Venta y recompra
Forma de intercambio	Títulos contra efectivo	Títulos contra garantía (nota, normalmente libre de pago pero en ocasiones entrega contra entrega)	Títulos contra efectivo (nota, a menudo entrega contra pago)	Efectivo contra títulos (nota, a menudo entrega contra pago)	Efectivo contra títulos (nota, a menudo entrega contra pago)
Tipo de Garantía	Efectivo	Títulos (bonos, acciones), cartas de crédito, DBV, CD	Efectivo	Garantías generales (bonos) o aceptadas por el comprador	Normalmente bonos
Se pagan intereses al que proporciona	Garantía en efectivo	Títulos en préstamo (no títulos en garantía)	Efectivo	Efectivo	Efectivo
Los intereses se pagan como	Interés de descuento (p.ej., tipo pagado por el efectivo inferior al de mercado)	Comisión (p.ej., las comisiones sobre acciones del FTSE 100 son de 6-8 puntos básicos)	Tipo repo, pagado como intereses sobre la garantía en efectivo (inferior al tipo repo sobre garantías generales)	Tipo repo, pagado como intereses sobre el efectivo	Tipo repo, pagado como la diferencia entre los precios de venta y recompra
Margen inicial	Sí	Sí	Sí	Sí	Posible
Variación del margen	Sí	Sí	Sí	Sí	No (sólo posible a través de cancelación y nuevo cálculo de precios)
Garantías adicionales	Sí (a favor del prestamista de títulos)	Sí (a favor del prestamista de títulos)	No	Posible (en todo caso, a favor del que proporcione efectivo)	Posible (en todo caso, a favor del que proporcione efectivo)
Sustitución de garantías	Sí (establecida por el tomador)	Sí (establecida por el tomador)	No	Sí (determinada por el vendedor original)	No (sólo posible a través de cancelación y nuevo cálculo de precios)
Dividendos y cupones	"Fabricados" hacia el prestamista	"Fabricados" hacia el prestamista	Pagados al vendedor original	Pagados al vendedor original	No existe obligación formal de devolución, normalmente descontado en el precio de recompra
Salida legal en caso de impago	Sí	Sí	Sí	Sí	No
Plazo	Abierto	Abierto	Abierto	Abierto	Fijo solamente
Tipo habitual de activos	Bonos y acciones	Bonos y acciones	Básicamente, bonos. Posible acciones	Básicamente, bonos. Posible acciones	Casi siempre bonos
Motivación (Obtención de)	Una acción en particular mayoritariamente	Una acción en particular	Una acción en particular	Financiación	Financiación mayoritariamente
Pago	Mensual, a mes vencido	Mensual, a mes vencido	A vencimiento	A vencimiento	A vencimiento