

Capítulo 2 Prestamistas e intermediarios

El mercado de préstamo de valores cuenta con diversos tipos de especialistas operando en él, como actores principales o directos y/o agentes. Estos intermediarios se sitúan entre los dueños últimos de los títulos – normalmente grandes fondos de pensiones, otros fondos o aseguradoras – y los posibles tomadores de los valores en préstamo, que actúan de acuerdo con las motivaciones que se explican en el Capítulo 4.

A Intermediarios

1. Agentes intermediarios

El volumen de negocio en préstamos de valores está creciendo de forma importante, y por ello las economías de escala que consiguen aquellos agentes que ponen en común títulos de diferentes clientes, permiten a aquellos pequeños propietarios de valores interesados en este mercado participar también en él. El coste asociado al desarrollo eficiente de la operativa de préstamo de valores está fuera del alcance de muchos pequeños fondos para los que no es más que una actividad periférica. Los gestores de activos y los bancos custodios han incluido el préstamo de valores entre los servicios que ofrecen a titulares de carteras de activos, mientras que otros terceros prestamistas se especializan en ofrecer servicios de préstamo de valores.

Propietarios y agentes “se reparten” los rendimientos derivados del préstamo de valores de acuerdo con criterios comerciales. El reparto se determinará en función del nivel de servicio prestado así como por la minoración de riesgos que se derive de la actuación del agente, como ocurre si se fijan indemnizaciones. El préstamo de valores forma parte en muchas ocasiones de una actividad más amplia, por lo que la negociación del reparto puede estar condicionada por el precio que se fije para un conjunto más amplio de servicios.

(a) Gestores de activos

Se podría decir que el préstamo de valores es una actividad que se puede incluir dentro de la gestión de activos – y este argumento es fácil de entender si tenemos en cuenta la reinversión del efectivo tomado en garantía. Muchos gestores de activos, especialmente en Europa donde los bancos custodios tardaron más en aprovechar las oportunidades de este negocio si comparamos con Estados Unidos, realizan importantes operaciones de préstamo de valores.

Lo que en su día era una actividad de “trastienda” (*back-office*) irrelevante, se ha convertido en “negocio estrella” en términos de crecimiento para los gestores de activos. Las relaciones que los gestores de activos mantienen con sus clientes les colocan en una posición muy favorable para participar en este mercado.

(b) Bancos custodios

La historia del préstamo de valores está intrínsecamente unida a la de los bancos custodios. Una vez reconocido el potencial de actuar como intermediarios y comercializar este servicio entre sus clientes, consiguieron agrupar grandes cantidades de títulos disponibles para su préstamo. Esto a su vez desencadenó el crecimiento del mercado.

La mayoría de los grandes bancos custodios incluyen el préstamo de valores junto a su actividad de custodia como línea de negocio estratégica. Entre sus ventajas para operar en este mercado se pueden citar: la existencia previa de relación con clientes; la inversión realizada en tecnología y cobertura global de los mercados,

todo ello consecuencia de su negocio de custodia; su capacidad para agrupar activos procedentes de pequeños fondos dependientes, lo que evita al tomador del préstamo los inconvenientes administrativos derivados de tratar con muchos pequeños fondos, y le protege de sus solicitudes de devolución anticipada; y su experiencia en mercados internacionales, tanto desarrollados como en desarrollo.

Como bancos que son, también pueden ofrecer la posibilidad de indemnizaciones y un servicio eficiente de gestión de las garantías en efectivo, dos factores que resultan críticos para muchos clientes.

La custodia es un negocio tan competitivo que muchos proveedores de este servicio operan en pérdidas. Sin embargo, operar en esta área de negocio permite a los bancos custodios tener acceso a una gran cartera de clientes a los que ofrecer servicios adicionales. Entre ellos se cuentan:

Cambio de divisas, ejecución de órdenes, préstamo de valores y gestión de fondos.

(c) Terceros (Agentes)

Los avances tecnológicos y la eficiencia operativa han hecho posible que se gestionen de forma separada el préstamo de valores y los servicios básicos de custodia, lo que ha permitido a una serie de terceros, agentes prestamistas, ofrecer sus servicios como alternativa al de los bancos custodios.

Su cuota de mercado está creciendo, aunque partiendo de niveles bajos. Al especializarse en préstamo de valores y poder desplegar nuevos sistemas técnicos sin que sistemas internos actúen de rémora, gozan de una gran flexibilidad.

2. Intermediarios principales

En sentido amplio, hay tres categorías de intermediarios principales:

- *Brokers*
- Intermediarios especializados
- *Prime brokers*

A diferencia de los agentes intermediarios, éstos pueden asumir riesgos principales, ofrecer intermediación crediticia y tomar posiciones en los valores que toman prestados. Las distinciones entre estas tres categorías son vagas. Muchas firmas quedarían incluidas dentro de las tres.

En los últimos años, los mercados de préstamo de valores se han liberalizado de forma significativa, de tal manera que hay pocas restricciones sobre quién puede prestar valores o tomarlos prestados.

El préstamo, en principio, puede realizarse directamente entre el titular y el posible tomador. Sin embargo, normalmente entre ambos se insertan varios niveles de intermediación. ¿Qué valor añadido aportan estos intermediarios?

El titular podría ser una aseguradora o un fondo de pensiones, mientras que el tomador podría ser un fondo de inversión alternativo (*hedge fund*). Muchas instituciones podrían mostrarse reticentes a incurrir en riesgos crediticios con tomadores que no estén suficientemente reconocidos, regulados, o que no tengan un buen *rating* crediticio. Esto excluiría a la mayoría de *hedge funds*. En estos casos, el intermediario principal (que a menudo es también el *prime broker*) ofrece un servicio de intermediación crediticia entre la institución que presta y el *hedge fund*, al asumir el riesgo principal correspondiente a la operación.

Un papel añadido que juegan los intermediarios es el de asunción del riesgo de liquidez. Normalmente, tomarán prestado de las instituciones con carácter abierto, por lo que tendrán opción a solicitar en cualquier momento la devolución de los

títulos en caso de que quieran venderlos o por cualquier otro motivo. Por el contrario, prestarán a sus clientes con un plazo fijo cerrado, proporcionándoles la seguridad de que podrán cubrir sus posiciones cortas.

En muchos casos, además de servir a sus clientes, los intermediarios principales ofrecen un servicio al mercado en su conjunto, al ajustar la oferta de los titulares de grandes carteras estables a aquellos otros agentes con grandes necesidades de toma de valores en préstamo. También distribuyen esos valores entre muchos más tomadores de los que podrían hacerlo los prestamistas, ya que éstos pueden no contar con los recursos necesarios para gestionar múltiples operaciones con distintos agentes.

Estas operaciones generan un riesgo de liquidez para el intermediario principal en el caso de que los prestamistas soliciten la devolución de títulos prestados a plazo a un tomador. Una forma de minimizar este riesgo consiste en utilizar *stocks* internos de títulos si se dispone de ellos. Por ejemplo, las posiciones abiertas de titulares pueden ser una fuente estable para el préstamo si se asocian posiciones largas con operaciones en derivados a largo plazo. La gestión eficiente de *stocks* es un factor clave y muchos departamentos de préstamo de valores actúan como sistemas de compensación (*clearing*) dentro de sus propias organizaciones. Gracias a ellos, únicamente toman prestado cuando la asignación de posiciones internas ha sido totalmente aprovechada. Esta operativa puede requerir una gran inversión en tecnología. Otros sistemas para minorar el “riesgo de solicitud de devolución” incluyen fórmulas de toma en préstamo de valores de gestoras de activos asociadas, si la normativa lo permite, o pujar por el acceso en exclusiva (y seguro) a títulos de otros prestamistas.

Por el lado de la demanda, los intermediarios han dependido históricamente de los *hedge funds* o de los agentes titulares que toman decisiones operativas. Pero gran parte de las actividades de préstamo dentro de los bancos de inversiones, o bien han desarrollado capacidad de “negociación” dentro de sus departamentos de préstamo o financiación, o bien han formado *joint ventures* con otros departamentos, o incluso se asocian con *hedge funds* clientes suyos. La lógica detrás de este comportamiento es que el aspecto financiero de determinadas estrategias operativas es tan importante que sin el préstamo no habría operación.

(a) Agentes brokers

Los *brokers* toman valores prestados por una gran variedad de razones:

- Generación de mercado
- Apoyo a las operaciones de titulares
- En nombre de sus clientes

Muchos *brokers* combinan su actividad de préstamo de valores con sus operaciones de *prime brokerage* (el negocio de cubrir las amplias necesidades de servicio de los *hedge funds* y otros gestores de inversiones alternativos). De ello se puede derivar una mayor eficiencia y mejoras en términos de costes. En un agente *broker* tipo, las divisiones de renta fija y valores normalmente duplican sus actividades de préstamo y financiación.

(b) Intermediarios especializados

Tradicionalmente, los controles regulatorios sobre la actuación en los mercados de préstamo de valores implicaban la existencia de una gran cantidad de intermediarios en términos globales. Algunos se especializaban en la intermediación entre prestamistas de valores y creadores de mercado en particular, como ocurría con SEMB (*UK Stock Exchange Money Brokers*). Con la liberalización de estos mercados, estos nichos protegidos han prácticamente desaparecido.

Algunos de aquellos especialistas han pasado ahora a formar parte de grandes instituciones financieras. Otros han quedado incluidos dentro de sus casas matrices, abarcando además la gestión de patrimonios.

(c) Prime Brokers

Los *prime brokers* cubren los servicios requeridos por los *hedge funds* y otros gestores de inversión alternativos. En cierto momento se consideró que este tipo de negocio consistía en la provisión de seis servicios diferentes, aunque en la actualidad se han incluido otros como introducción de capitales, gestión de riesgos, contabilidad de fondos, y asistencia para el inicio de negocio:

Actividades rentables	Parte del coste de actividad
Préstamo de valores	Compensación (<i>clearance</i>)
Apalancamiento para la provisión de financiación	Custodia
Ejecución de operaciones	Provisión de informes

Servicios ofrecidos por los *prime brokers*

El préstamo de valores es uno de los componentes básicos del trabajo y el éxito de un *prime broker*. El peso de este tipo de operaciones dependerá de las estrategias de los *hedge funds* para los que desarrolle su labor de *prime broker*. Hay dos tipos de estrategia cuya operativa depende fuertemente del préstamo de valores: operaciones *long-short equity* y el arbitraje de bonos convertibles.

El coste de establecimiento asociado a la actividad de un *prime broker* es muy alto, y aquellos proveedores de servicios mejor reconocidos tienen ventaja. Algunos jugadores nuevos en este negocio han comenzado a ofrecer *swaps* de rentabilidad absoluta, CFD (*contracts for difference*) y otros derivados de forma que su servicio se conoce como "*prime brokerage* sintético". En cualquier caso, el préstamo de valores es pieza clave del servicio, ya que el *prime broker* sigue necesitando tomar valores prestados para cubrir las posiciones en derivados tomadas con los *hedge funds*, por ejemplo cobertura de posiciones cortas. Pero esta mecánica se desarrolla internamente dentro del *prime broker* y no resulta obvia al cliente.

B Titulares Propietarios

Los titulares de carteras de valores de un tamaño suficiente como para que les resulte interesante involucrarse en el préstamo de valores son:

- Fondos de pensiones
- Aseguradoras y reaseguradoras
- Fondos de pensiones
- Fundaciones

A la hora de considerar si prestar valores o no y cómo hacerlo, el titular tiene que considerar las características que definen a su propia institución y a su cartera de valores.

1. Características organizativas

(a) Motivaciones del equipo directivo

Algunos titulares prestan sus valores únicamente para evitar los gastos administrativos y de custodia. Otros buscan obtener rendimientos con estas operaciones.

(b) Inversión tecnológica

La propensión de los prestamistas a invertir en tecnología que les permita operar en este mercado varía.

(c) Propensión al riesgo (crediticio)

El mercado de préstamo de valores incluye a una gran variedad de instituciones, con muy diversas calificaciones crediticias y capacidades a la hora de ofrecer garantías. Un enfoque cauteloso a la hora de seleccionar a nuestro homólogo (sólo aquellos con *rating* AAA), y unas directrices restrictivas en lo referido al tipo de garantías (sólo Bonos del Estado de países G7), daría como resultado volúmenes de préstamo muy limitados.

2. Tipo de cartera

(a) Tamaño

En igualdad de condiciones, los tomadores prefieren trabajar con grandes carteras.

(b) Tamaño de la operación

El valor de las operaciones de préstamo suele sobrepasar los 250.000 USD. Las operaciones más pequeñas no resultan demasiado atractivas para los tomadores.

Esas operaciones menores deben canalizarse a través de un agente que pueda realizarla en conjunto con otras similares.

(c) Estrategias de inversión

Las estrategias activas de inversión aumentan la probabilidad de que se produzcan solicitudes de devolución de los títulos prestados, lo que las hace menos atractivas frente a carteras pasivas.

(d) Diversificación

Los tomadores buscan carteras en las que necesiten liquidez. Una cartera global ofrece mayores probabilidades de ajuste. Dicho esto, hay mercados en particular que generan de vez en cuando una cierta demanda, y hay ciertos tomadores que se centran en determinadas regiones o tipos de activos.

(e) Jurisdicción impositiva y régimen fiscal

Los tomadores son responsables de aprovechar cualquier beneficio que se derive de la propiedad de las acciones (excepto los derechos de voto) ya que los títulos realmente no se prestan. Pero los tomadores se ven obligados a "fabricar" (pagar) el equivalente económico del dividendo al prestamista. El régimen fiscal que afecta a una institución y su comparación con la correspondiente a otros posibles prestamistas es una cuestión a tomar muy en cuenta. Si el coste de "fabricar" dividendos o cupones para un prestamista determinado es bajo, entonces sus activos serán más demandados.

(f) Atractivo de una cartera

Se llama "títulos calientes" a aquellos más demandados, mientras que una garantía genérica o valores genéricos en garantía son aquellos ampliamente disponibles. No hace falta decir que cuanto más "caliente" es una cartera, mayores rendimientos genera su préstamo.

Una vez examinadas las características de la institución titular y su cartera, se presentan a continuación las diferentes rutas de acceso al mercado con que cuenta.

(a) Utilización de un gestor de activos como agente

El titular puede encontrarse en el caso de que su gestor de activos opera un programa de préstamo de valores. Esta ruta elimina muchas barreras y permite un rápido acceso.

(b) Utilización de un banco custodio como agente

Esta opción es la que menos esfuerzo requiere para el titular, especialmente si es nuevo en el mercado. La elección de un banco custodio adecuado ya es en sí misma una decisión importante. Esta ruta también implica pocas barreras y un acceso rápido al mercado.

(c) Designación de un tercero como agente especializado

Aquel titular que decide subcontratar esta actividad puede no desear trabajar con su gestor o gestores de activos habituales, o con su banco custodio. En su lugar designa a un tercer intermediario especializado como agente. Esta ruta puede requerir un esfuerzo para conocer en profundidad a ese nuevo proveedor antes de comenzar a operar. Ello supone un coste de oportunidad y retrasos que deben tenerse en cuenta a la hora de tomar esa decisión.

(d) Subasta de una cartera entre sus posibles tomadores

Los prestamistas pujan por aquellas carteras que más les interesan, garantizando rentabilidad como contrapartida al acceso exclusivo a las mismas. Hay muchas modalidades de subasta:

- Subastas “caseras”
- Subastas asistidas
 - Por un agente
 - Por un consultor
 - Por una casa de subastas especializada

No se trata de un fenómeno nuevo, pero sí de uno que ha crecido de forma importante en los últimos años. A la hora de decidir, el titular debe tener muy en cuenta el grado de soporte operativo que la cartera a subastar va a requerir, y quién puede proporcionárselo.

(e) Selección de un tomador principal

Muchos tomadores actúan realmente como intermediarios mayoristas, y han desarrollado, gracias a su experiencia y disponibilidad de capital, ventajas globales derivadas de la capacidad para obtener *spreads* o diferenciales entre dos principales sin contacto alguno entre sí.

Estos intermediarios principales en ocasiones son instituciones independientes, pero normalmente forman parte de grandes bancos, *brokers* e intermediarios financieros, o bancos de inversión. Actuando como tomadores principales, consiguen negociar con instituciones con los que el titular tradicional no se mezclaría para evitar riesgos crediticios, como es el caso de los *hedge funds*.

(f) Préstamo directo a titulares principales o directos

Habitualmente, tras un periodo de actividad en este mercado bajo alguna de las fórmulas descritas, aquel titular que cuenta con un tamaño suficiente por sí mismo, puede decidir empezar a operar directamente (*in house*). Para ello prestaría a un grupo de tomadores principales seleccionados como usuarios finales de sus valores. Entre los titulares tomadores pueden contarse *brokers* e intermediarios, creadores

de mercado y *hedge funds*. Algunos tendrán necesidades de toma en préstamo de ámbito global, mientras que otros se centrarán en determinadas regiones.

(g) Elección de una combinación de opciones

Igual que no hay un único sistema de préstamo válido, las opciones perfiladas hasta aquí no son excluyentes entre sí. La decisión de no prestar una cartera no presupone lo mismo para otra; igualmente, el prestar en un país determinado no significa prestar en cualquier otro. La elección de un intermediario mayorista que resulte ser un banco custodio en Estados Unidos y Canadá no significa que el prestamista no puede prestar activos asiáticos a través de un tercer agente especializado, a la vez que presta activos europeos directamente a un grupo de titulares tomadores.