

Capítulo 4 Funcionamiento del mercado

En esta sección se esboza el detallado proceso que sigue un préstamo de valores, incluyendo las siguientes fases:

- Negociación de acuerdos de préstamo
- Confirmación
- Condiciones de préstamo
- Condiciones operativas
- Puesta de los títulos “en espera”
- Liquidación, incluyendo la forma de liquidación del préstamo y demás aspectos relacionados
- Finalización del préstamo
- Re-entrega, operaciones fallidas y soluciones legales
- Acciones corporativas y votaciones
- Gestión fiscal en Reino Unido y comunicación de operaciones a la Bolsa de Londres

Negociación del préstamo

Tradicionalmente los préstamos de valores se han negociado por teléfono (entre departamentos de crédito reconocidos mutuamente), y el resultado se plasma por escrito o a través de confirmación electrónica. Normalmente, el tomador llama al prestamista y plantea su petición. Sin embargo, aquellos prestamistas más dinámicos ofrecen por iniciativa propia los títulos más demandados a tomadores seleccionados. Este caso se suele dar cuando un tomador devuelve un título y el prestamista aún tiene títulos como ese en préstamo en el mercado. El prestamista contactará a todos sus tomadores de ese título por si necesitasen títulos adicionales.

Hoy en día, el volumen de préstamo automatizado bilateral y multilateral es creciente, ya que se comunica de forma electrónica (correo electrónico u otro sistema) la disponibilidad de títulos a un determinado precio. Si se aceptan las condiciones indicadas, se produce de forma automática la operación.

Un ejemplo de plataforma electrónica de negociación de préstamos de valores es EquiLend, que comenzó a operar en 2002 con el respaldo de un consorcio de instituciones financieras. El objetivo declarado de EquiLend es el de: “proporcionar a la industria de préstamo de valores la tecnología necesaria para dar fluidez y automatizar las operaciones entre instituciones prestamistas y tomadoras e... introducir una serie de protocolos de actuación comunes. EquiLend pone en contacto a prestamistas y tomadores a través de una plataforma común, con estándares globales, que permiten operar de forma rápida y eficiente, a la vez que se reducen costes y riesgos.” EquiLend no es el único actor en este mercado: SecFinex, por ejemplo, ofrece un servicio similar en Europa.

Confirmación

La confirmación, por escrito o electrónica, se envía en el momento en que es posible a lo largo del día en que se realiza la operación. De esta forma, la otra parte puede plantear sus dudas inmediatamente. Los cambios materiales durante la vida de la operación se acuerdan entre las partes según se producen, y pueden también confirmarse si alguna de las partes así lo solicita. Algunos ejemplos de cambio material son los ajustes o sustituciones de garantías. Las partes acordarán a quién corresponde la responsabilidad de emitir confirmación sobre el préstamo.

En la confirmación normalmente se incluye la siguiente información:

- Fecha de contrato y liquidación
- Detalles sobre los títulos prestados
- Identidad de prestamista y tomador (y cualquier principal subyacente)
- Garantías aceptables y porcentajes de margen
- Condiciones y tipos aplicables
- Cuentas bancarias de liquidación de prestamista y tomador

Plazo del préstamo y venta de títulos durante su préstamo

El préstamo puede establecerse para un plazo fijo o abierto. Los préstamos abiertos no tienen fecha de vencimiento establecida. Lo normal es que los préstamos sean abiertos o "sujetos a solicitud de devolución", especialmente para el caso de acciones. Los prestamistas intentan normalmente preservar el nivel de flexibilidad que sus gestores de fondos necesitan, y ello significa poder vender en cualquier momento. Los prestamistas pueden vender sus títulos, aún cuando los han prestado a plazo abierto, porque pueden solicitar la devolución al tomador dentro del periodo de liquidación válido para el mercado que corresponda. A pesar de ello, un préstamo abierto puede permanecer vivo durante un largo periodo de tiempo.

Condiciones Operativas, ¿fijas u orientativas?

El concepto "*term trade*" o condición operativa se utiliza para describir acuerdos diferenciados en el mercado de préstamo de valores. Las partes deben acordar si el plazo del préstamo es "fijo" por un periodo determinado, o si el plazo fijado es simplemente "orientativo", lo que significará que se podrá solicitar la reposición de los títulos. Si el plazo es fijo, el prestamista no está obligado a aceptar la devolución anticipada de los mismos.

El tomador tampoco tiene obligación de devolver anticipadamente esos títulos si el prestamista lo solicita. Igualmente, los títulos prestados a plazo fijo no deben ser vendidos por el prestamista durante el periodo de préstamo.

Cuando el plazo establecido lo es a título "orientativo", normalmente el tomador tiene necesidad de contar con los valores a largo plazo, mientras que el prestamista no desea fijar el plazo, prefiriendo mantener el derecho a solicitar la devolución de los mismos en cualquier momento.

Puesta de títulos "en espera" (también denominada "icing")

La puesta de valores "en espera" (conocida en el mercado como "*icing*" o congelación) es una práctica que consiste en la reserva de títulos por parte de un prestamista a petición de un tomador, que considera probable que vaya a necesitarlos en un futuro. Se utiliza cuando el tomador quiere tener la absoluta seguridad de que dispondrá de unos títulos antes de comprometerse en una operación en la que vaya a necesitarlos.

Aunque pueden acordarse ciertos aspectos entre las partes, lo normal es que los precios fijados sean indicativos, y que la reserva de los títulos se mantenga hasta el siguiente día hábil. La reserva puede ser "revolvente" si así lo desea el tomador (prolongación de la congelación), debiendo ponerse en contacto con el prestamista antes de las 9 de la mañana para solicitarlo. De no hacerlo, la reserva expira.

Un aspecto fundamental del "*icing*" es que no conlleva el cobro de una comisión por parte del prestamista en concepto de reserva de los títulos. Además, la reserva

no implica que el prestamista no acepte ofertas en firme por esos títulos de otros tomadores. En este caso, el tomador inicial tiene 30 minutos para decidir si se queda con los títulos en ese momento o los libera.

Acuerdos "Pay-to-hold"

Es una modalidad de congelación en la que el prestamista recibe una comisión por reservar los títulos. Ello implica un acuerdo contractual y el prestamista no estará abierto a escuchar ofertas de terceros.

¿Cómo se liquidan los préstamos?

Los prestamistas de valores necesitan que sus operaciones se liquiden en un plazo más breve que el habitual en la operativa de los mercados. La liquidación se hace normalmente a través del banco custodio del prestamista, tanto si éste ejecuta la operación directamente como si lo hace a través de un agente. El prestamista habrá acordado una serie de plazos garantizados para sus operaciones de préstamo de valores con su banco custodio. La rapidez en la transmisión de información referente a la liquidación es fundamental para un control y seguimiento eficientes de un programa de préstamos, siendo necesaria la emisión de informes referidos tanto al préstamo como a las garantías.

En la mayoría de sistemas, la liquidación de operaciones de préstamo se realiza como una entrega "libre de pago" y la garantía se toma aparte, posiblemente a través de un sistema de liquidación diferente e incluso en un país o zona horaria distinta. Por ejemplo, pueden prestarse títulos de Reino Unido contra garantías depositadas en una central internacional depositaria de valores en Europa, o contra garantía en efectivo en dólares USA pagados en Nueva York. Este hecho puede generar lo que se conoce como exposición o "riesgo intradía", que es el periodo en el que la operación de préstamo no está cubierta, ya que los títulos se han entregado sin recibirse las garantías. Para evitar este riesgo, algunos prestamistas solicitan garantías previas, de forma que el riesgo quede transferido al tomador.

El sistema CREST, para la liquidación de títulos en Reino Unido e Irlanda, es una excepción ya que las garantías están disponibles dentro del propio sistema. De esta forma, se puede liquidar el préstamo contra efectivo en el intradía, pudiendo si se desea cambiar ese efectivo por un paquete de activos de tipo DBV. El proceso puede revertirse y repetirse al día siguiente.

Sistema de liquidación CREST para el préstamo de acciones

CREST proporciona mecanismos especiales de liquidación de préstamos de acciones, que se basan en la introducción por ambas partes, y de forma independiente, de instrucciones. Deberán para ello rellenar un formulario en el que se incluye la cantidad y divisa de una posible garantía en efectivo, así como el porcentaje de margen aplicable al préstamo. Los préstamos pueden realizarse contra libra esterlina, euro o dólar, o acordarse como "libres de pago".

Inmediatamente después de la ejecución del préstamo, CREST genera automáticamente una operación prediseñada de devolución del préstamo con fecha de liquidación para el siguiente día hábil. No se establece definitivamente el rendimiento hasta que el tomador interviene para establecer su condición prioritaria para la ejecución de la operación. El prestamista puede congelar la operación para evitar la devolución de las acciones.

CREST ofrece total capacidad de ajuste de la valoración de las acciones dadas en préstamo. Desde el momento de establecimiento de las condiciones de préstamo, y en adelante cada día durante la vida del mismo, la operación se ajusta de acuerdo con los precios de oferta en el mercado según CREST. Se corrige cualquier déficit o superávit en el valor de las garantías asociadas a la operación consecuencia de variaciones en los precios de mercado, ya que CREST emite órdenes automáticas de pago entre las partes, alterando al mismo tiempo las rentabilidades. Los usuarios pueden decidir no usar este sistema ajuste si así lo indican en el formulario mencionado, o bien si establecen que la operación de préstamo se realiza bajo condición “libre de pago”.

Finalización del préstamo

Las operaciones de préstamo abierto pueden finalizar si el tomador devuelve los títulos al prestamista cuando éste lo solicita. El tomador devuelve normalmente los títulos cuando ha cubierto sus posiciones cortas. En ocasiones, un tomador puede refinanciar sus títulos en préstamo si consigue otros títulos prestados más baratos, devolviendo los iniciales. El tomador puede dar al prestamista la opción de reducir el precio del préstamo antes de tomar prestado de otros.

Retorno, operaciones fallidas y soluciones legales

Cuando se decide en qué mercados y qué cantidad prestar, los prestamistas deben considerar qué seguridad tienen de obtener la devolución de los títulos a su tiempo cuando lo soliciten, así como las soluciones legales (establecidas según contrato legal, ver más abajo) de las que dispone si no se produce la devolución.

Los procedimientos a seguir en caso de retorno fallido se suelen recoger en el contrato o acuerdo legal entre las partes, o bien se establecerá al inicio de la relación entre estas partes. Puede establecerse una compensación económica para el prestamista si el tomador no devuelve los títulos en préstamo o la garantía en la fecha de liquidación. Los costes que normalmente quedan cubiertos son:

- Intereses directos y/o descubierto generado
- Costes justificables en los que se haya incurrido como consecuencia del incumplimiento de la devolución o venta por parte del tomador
- Costes totales y gastos justificables sufridos por el prestamista como consecuencia del *buy-in* de títulos (compra forzada de títulos en el mercado por parte del prestamista)

Los costes que no suelen incluirse son los que se deriven de la negligencia o descuido intencionado por parte del receptor, así como pérdidas directas o indirectas derivados de estos comportamientos. Un ejemplo de ello sería la no ejecución de una operación principal que, como parte de la misma, requiere utilizar ciertos títulos en préstamo cuya devolución no se produce. La norma establece que sólo se reclame la parte de los costes totales que se corresponde con esos títulos o garantías no devueltos. Se considera una buena práctica, si es posible, la “modelación” (*shaping*) o “parcialización” (*partialling*) de grandes operaciones (por ejemplo, la división en varias pequeñas operaciones para facilitar su liquidación) para evitar el cierre fallido de toda la operación por falta de devolución de unos títulos en préstamo o garantías en la fecha esperada.

Acciones corporativas y votaciones

Una de las premisas básicas detrás del préstamo de valores es que el prestamista mantiene “intactos” sus derechos en relación a acciones corporativas como el pago

de dividendos, derechos o dividendos extraordinarios. Para ello, el tomador tendrá obligación contractual de realizar pagos equivalentes al prestamista, por ejemplo, a través de dividendos "fabricados". Sin embargo, el derecho de voto como accionista de una empresa no puede "fabricarse". Cuando los títulos se prestan, la propiedad legal y el derecho a voto en junta de accionistas pasan al tomador, que en muchas ocasiones revende esos títulos. Cuando el prestamista mantiene el derecho a solicitar la devolución de los títulos, pueden utilizar esta fórmula para restablecer sus derechos de voto. La responsabilidad de encontrar títulos equivalentes, comprándolos o tomándolos prestados, para cumplir con la devolución recae sobre el tomador. Esto puede perjudicar al mercado en cuanto a su liquidez, un riesgo que los intermediarios se encargan de gestionar.

Es importante que el titular de una acción sea consciente de que el derecho a voto se transfiere cuando se presta esa acción. El Código de la SLRC (ver Capítulo 5) establece en la sección 2.5.4 que los prestamistas deben dejar claro a sus clientes que los derechos de voto serán transferidos. El prestamista debe valorar y equilibrar la importancia del derecho de voto y los beneficios derivados del préstamo de valores. Los titulares deben asegurarse de que cualquiera de sus agentes, encargados tanto del ejercicio de sus derechos de voto como del préstamo de valores, actúen de forma coordinada.

La toma de valores en préstamo, con la intención de hacerse con un paquete que permita influir en una votación a través de los derechos de voto adquiridos, no es una práctica necesariamente ilegal en Reino Unido. Sin embargo, los prestamistas institucionales han comenzado a darse cuenta de esta posibilidad, y no la ven como un uso legítimo del préstamo de valores.

Una serie de instituciones en los mercados, tanto en Reino Unido como internacionalmente, se han ocupado de estudiar la relación entre el préstamo de valores y los derechos de voto. Por ejemplo, en un reciente informe elaborado por Paul Myners, para el Grupo de Trabajo sobre Derechos de Voto de los Accionistas en Reino Unido (4), se hacía la siguiente recomendación:

"El préstamo de acciones es importante para el mantenimiento de la liquidez en los mercados, pero la toma en préstamo de títulos para ejercer el derecho de voto no es una práctica adecuada..."

Es importante que el titular de una acción sea plenamente consciente de las consecuencias que el préstamo de la misma tiene sobre sus derechos de voto. Especialmente, para el caso de votaciones conflictivas, mi recomendación es que el prestamista solicite automáticamente la devolución de los títulos, a menos que allá buenas razones, en términos económicos, para no hacerlo."

A nivel internacional, un grupo de trabajo de la *International Corporate Governance Network* está intentando establecer las mejores prácticas para inversores a largo plazo en lo que se refiere a préstamo de valores y derechos de voto. El SLRC también está estudiando añadir normas al respecto a su código.

Aspectos fiscales en Reino Unido y comunicación a la Bolsa de Londres por parte de empresas cotizadas

Las reglas de la Bolsa de Londres establecen que las operaciones de préstamo de valores sujetas a *UK Stamp Duty* ó SDRT (5) sean comunicadas a dicho organismo. De esta forma, las operaciones de préstamo y toma en préstamo quedan incluidas

(4) "A Review of the Impediments to Voting UK Shares"", disponible en www.investmentfunds.org.uk

dentro del “mercado” bursátil beneficiándose de la exención que existe sobre *Stamp Duty*/SDTR. Aquellas firmas que no cotizan en la Bolsa de Londres pero que operan a través de una empresa que sí lo hace, también se benefician de la exención. En la Bolsa, las operaciones de préstamo se formalizan a través de informes reglamentarios que se transmiten a la autoridad bursátil al cierre de negocio del día en que se acuerda la operación.

Antes de realizar una operación de préstamo, las empresas cotizadas en Bolsa deben firmar un acuerdo escrito con la otra parte. La Bolsa ha autorizado los siguientes tipos de acuerdo:

- *Global Master Securities Lending Agreement*
- *Master Equity & Fixed Interest Stock Lending Agreement (1996)*
- *PSA/ISMA Global Master Repurchase Agreement* incluyendo las condiciones adicionales establecidas para repos que constituyen la Parte 2 del Anexo 1 del acuerdo

Cuando en un acuerdo autorizado no se recogen circunstancias en las que una firma cotizada quiere incurrir como parte de una operación de préstamo, la empresa debe asegurarse de que ese acuerdo incluya provisiones equivalentes a las que la Bolsa establece, para este tipo de operaciones, ante una situación de impago por parte de una empresa cotizada.

UK Companies Act 1985 / Ley de Sociedades de Reino Unido (1985)

Las empresas que presten o tomen valores en préstamo en Reino Unido deben cumplir, cuando proceda, con la notificación de intereses o participación en una empresa según se establece en la Parte VI de la Ley de Sociedades británica de 1985. Aquellas empresas que no estén familiarizadas con la aplicación de esta Parte VI de la Ley deberían solicitar ayuda legal al respecto.

Transparencia en el mercado británico

CREST ofrece información con un cierto decalaje de los valores de las operaciones de préstamo sobre los 350 valores más importantes del Reino Unido. Se trata de un servicio de pago iniciado en septiembre de 2003, tras muchas discusiones entre los actores de este mercado y la FSA. La información proporcionada se refiere a todas las operaciones exentas de pago del SDRT que se producen en un día, evitando en lo posible incluir la actividad de los intermediarios. CREST ha proporcionado respuestas a muchas de las preguntas más habituales en su sitio web, www.crest.co.uk

El lanzamiento de su servicio de información sobre préstamo de valores coincidió con la publicación de estadísticas de liquidación fallida de operaciones. La Bolsa de Londres vigila ambos parámetros y emite comunicados al respecto cuando lo considera oportuno.

Comité de Adquisiciones del Reino Unido (UK Takeover Panel)

Si se produce una operación de préstamo durante el periodo de oferta de adquisición por una empresa británica, el Panel de Adquisiciones deberá ser consultado para establecer si dicha operación estará sujeta a requisitos adicionales.

(5) Según se define en la Sección 99 de la Finance Act de 1986 y tomando la definición de “acción” según la Stamp Act de 1891