

Capítulo 5 Riesgos, regulación y supervisión del mercado

En este capítulo se definen los principales riesgos financieros asociados al préstamo de valores, y cómo son gestionados por los prestamistas. No se trata de una descripción en sentido amplio de los riesgos operativos, legales, de mercado y crediticios a los que un agente puede enfrentarse en su operativa. Aquellos lectores que busquen un análisis más profundo, pueden remitirse a las secciones que corresponden en, por ejemplo, “*Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*” (6). Este capítulo va a resumir brevemente el marco regulatorio del préstamo de valores en Reino Unido, y el papel del Comité de Préstamo de Valores y Repos (SLRC).

Los riesgos financieros derivados del préstamo de valores se gestionan básicamente con el uso de las garantías y la técnica denominada *netting*. Como se dijo ya en el Capítulo 1, la garantía puede ser en efectivo o en forma de otros títulos. El valor de mercado de la garantía supera normalmente al de la cartera prestada. Este margen pretende cubrir al prestamista de posibles pérdidas, reflejando a la vez los costes de liquidación y recompra de la cartera prestada en caso de que se produjera un impago. Cualquier beneficio generado en la recompra de la cartera prestada se suele devolver al liquidador del tomador. Las pérdidas serán soportadas por el prestamista, pudiendo acudir al liquidador del tomador como cualquier otro acreedor.

Riesgos y gestión de riesgos

Cuando la garantía tomada es en efectivo

El efectivo es una garantía más que apropiada por su amplia aceptación y su fácil gestión. Sin embargo, el prestamista debe decidir de qué forma sacar mejor provecho de ese efectivo. Como se indica en el Capítulo 1, el prestamista que toma garantías en efectivo tiene que pagar intereses al tipo de descuento al tomador. Por tanto, el efectivo debe obtener un rendimiento superior para que genere un beneficio neto, y ello implica una elección adecuada entre riesgo y rentabilidad. La reinversión en activos que conlleven alguno de los siguientes riesgos puede aumentar la rentabilidad esperada de la operación:

- mayor riesgo crediticio: riesgo de pérdida en caso de impago o
- mayor plazo en relación al plazo de vencimiento esperado del préstamo

A lo largo de la historia, las mayores pérdidas en operaciones de préstamo de valores se han debido a la reinversión del efectivo.

Normalmente, los prestamistas delegan esta reinversión en sus agentes (por ejemplo, bancos custodios). Establecen una serie de directrices de reinversión, como las perfiladas en el Capítulo 1. En la actualidad, se tiende aun enfoque cuantitativo basado en el análisis de riesgos. Es frecuente establecer valoraciones *value-at-risk* para cada rentabilidad esperada de acuerdo con diferentes perfiles de reinversión. Los agentes no suelen ofrecer indemnización en caso de pérdidas derivadas de la reinversión, de forma que todo el riesgo recae sobre el prestamista. El agente por su parte sólo obtendrá ingresos en caso de que haya un beneficio.

Cuando se toman otros títulos en garantía

Si comparamos con las garantías en efectivo, la toma de otros títulos como garantía es una forma de evitar el riesgo de reinversión. Además de los riesgos de que se

(6) (BIS/IOSCO, 1999)

produzca un error, fallos del sistema o fraudes que siempre pueden darse en el mercado, el problema fundamental está en la no devolución o impago por parte del tomador. En este caso, el prestamista venderá los títulos tomados en garantía y con los fondos obtenidos, restablecerá su cartera. Los riesgos a los que se exponen las operaciones garantizadas contra otros títulos son los siguientes:

Tiempo de reacción y riesgo legal. Si un prestamista ve como se retrasa la venta de los títulos en garantía o la recompra de los originalmente prestados, aumentará el riesgo de que el valor de los mismos caiga por debajo del original. Normalmente, cuanto más tiempo pasa, mayor el riesgo.

Riesgo de valoración incorrecta. El prestamista correrá un riesgo, tanto si se han sobrevalorado los títulos en garantía, como si se han infravalorado los prestados. Ello ocurrirá si los precios de seguimiento y valoración continua marcados difieren de aquellos a los que efectivamente cotizan en el mercado. Un ejemplo de valoración incorrecta es el uso de precios medios en lugar de precios de compra para valorar las garantías. Para el caso de valores poco líquidos, la obtención de una fuente de precios es especialmente difícil al no haber actividad negociadora.

Riesgo de liquidez. Aquellos valores poco líquidos tienen mayor probabilidad de ser prestados a un precio menor que el correspondiente a su valoración. Los "recortes" o *haircuts* de valoración se usan para mitigar este riesgo (por ejemplo, se valora la garantía a un 98% o 95% del valor actual de mercado). Los *haircuts* dependerán de:

- El porcentaje en cartera de una acción sobre el total emitido – cuanto mayor es la posición, mayor el recorte
- El volumen de negocio promedio diario de esa acción: cuanto menor el volumen, mayor el recorte
- La volatilidad del valor; cuanto mayor, mayor será el recorte

Correspondencia entre la cartera prestada y tomada en garantía (riesgo de descoordinación). Si las carteras prestada y tomada en garantía fuesen idénticas, no habría riesgos. Pero en la práctica, estas carteras suelen ser diferentes. El riesgo para el prestamista está en que el valor de mercado de los valores prestados se incremente, mientras cae el de la cartera, sin que puedan realinearse esos valores. Siempre que no se produzca una situación de impago, el prestamista podrá solicitar garantías adicionales si se producen movimientos adversos en los precios del préstamo o de las garantías. Sin embargo, si se produce el impago, estará expuesto mientras no venda los títulos en garantía y reponga su cartera original.

La importancia de este riesgo de descoordinación dependerá de la covarianza esperada entre los valores de los títulos prestados y los títulos en garantía. El riesgo será mayor si el valor de la garantía es más volátil, o lo es el de los títulos prestados, o si los valores de ambos no se mueven al unísono, de forma que la correlación esperada de sus espiraciones sea baja. Por ejemplo, si hay que elegir entre tomar deuda del Tesoro británico o acciones cotizadas en Londres como garantía de un préstamo de acciones de BP, el prestamista deberá estudiar, si la mayor correlación esperada entre las acciones de BP y otras acciones genera un riesgo de descoordinación mayor o menor que el derivado de la baja volatilidad esperada en el valor de la deuda pública.

Muchos intermediarios ofrecen mecanismos de protección a través de acuerdos de devolución inmediata (*buy-in*) de valores en caso de impago, asumiendo el riesgo de que el valor de la garantía haya caído en el momento de la liquidación.

Préstamo de valores: un ejemplo de utilización de otros títulos como garantía

Este ejemplo sirve para ilustrar uno de los enfoques utilizados en la estimación de los riesgos asumidos por un prestamista que toma valores como garantía.

Tabla 1: Resumen de préstamos de ABC y garantías respecto al Tomador 1

Tipo de Activo	Volumen Total de Préstamos en Cartera (millones de libras)	Número de Operaciones de Préstamo Abiertas	Volumen Total de Garantías (millones de libras)	Número de Operaciones de Toma de Garantías	Margen Bruto (millones de libras)
Total	550,0	43	575,0	10	25,0
FTSE 100	100,0	5	75,0	2	-25
FTSE 250	200,0	10			-200
Bono UK a 20 años			300,0	5	300
Liquidez UK			100,0		100
Acciones EE UU	100,0	15			-100
Acciones Japón	50,0	3			-50
Acciones Malasia	100,0	10			-100
Bonos EEUU Largo Plazo			100,0	3	100

Fuente: Barrie & Hibbert

Asumiendo que el prestamista ABC ha prestado al Tomador 1 una serie de valores de los mercados de Reino Unido, Estados Unidos, Japón y Malasia. Las garantías son fundamentalmente títulos de deuda pública británica con diversos plazos, depósitos en libras esterlinas y bonos del Tesoro estadounidenses a largo plazo. El margen bruto es de 25 millones de libras, o el 4,5% sobre el valor del préstamo.

Tabla 2: Datos utilizados para realizar el análisis

Divisa de referencia: libra esterlina				Ratios de Correlación Asumidos								
Tipo de Activo	Liquidez Diaria Promedio (millones de libras)	Riesgo del Activo	Riesgo Residual Promedio (% anual)	FTSE 100	FTSE 250	Bono UK a 20 años	Liquidez UK	Acciones EE UU	Acciones Japón	Acciones Malasia	Bonos EE UU Largo Plazo	
FTSE 100	5,80	18%	20%	1,00	0,93	0,38	-0,01	0,70	0,31	0,64	0,26	
FTSE 250	1,00	20%	30%	0,93	1,00	0,30	-0,09	0,65	0,37	0,61	0,23	
Bono UK a 20 años	20,00	9%	3%	0,38	0,30	1,00	-0,02	0,09	0,12	0,08	0,12	
Liquidez UK		1%	3%	-0,01	-0,09	-0,02	1,00	-0,04	-0,09	-0,07	-0,02	
Acciones EE UU	9,40	20%	24%	0,70	0,65	0,09	-0,04	1,00	0,26	0,64	0,68	
Acciones Japón	1,40	25%	22%	0,31	0,37	0,12	-0,09	0,26	1,00	0,30	0,13	
Acciones Malasia	0,90	34%	29%	0,64	0,61	0,08	-0,07	0,64	0,30	1,00	0,39	
Bonos EE UU Largo Plazo	20,00	14%	5%	0,26	0,23	0,12	-0,02	0,68	0,13	0,39	1,00	

Fuente: Barrie & Hibbert

En la Tabla 2 se muestran los datos sobre los que se basaría un análisis detallado del riesgo de descoordinación: promedio de liquidez diaria y volatilidad de cada tipo de activo, el riesgo residual promedio para determinados títulos dentro de cada clase de activo, y una matriz de correlaciones entre diversas clases de activos.

Valoraciones realistas

El primer punto a considerar es si los precios de valoración son justos. Asumiendo una valoración conservadora de las carteras (sobre precios de compra y venta, no precios

medios), el prestamista puede necesitar realizar algunos recortes (*haircuts*) para reflejar los niveles de concentración y volatilidad de precios de diferentes activos. Por ejemplo, para las garantías en libras (efectivo), el *haircut* es despreciable. Pero para la cartera de acciones malayas, puede requerirse un importante ajuste si se tiene en cuenta que podrían necesitarse más de 100 millones de libras para recomprar esta parte de la cartera prestada. Los recortes pueden basar en la liquidez diaria promedio para cada clase de activo, la volatilidad de sus precios y el riesgo residual asociado a cada título en particular, tomados de la Tabla 2.

Tabla 3: Garantías ajustadas y valor de la cartera prestada

Tipo de Activo	Cartera de Préstamo (millones de libras)	Volumen Total de Garantías Ajustado (millones de libras)	Margen Neto Ajustada (millones de libras)
TOTAL	557,1	573,3	16,2
FTSE 100	100,7	73,8	-26,9
FTSE 250	203,8		-203,8
Bono UK a 20 años		299,7	299,7
Liquidez UK		100,0	100,0
Acciones EE UU	100,2		-100,2
Acciones Japón	51,0		-51,0
Acciones Malasia	101,4		-101,4
Bonos del Tesoro EE UU Largo Plazo		99,8	99,8

Fuente: Barrie & Hibbert

En la Tabla 3 se muestra como los recortes o *haircuts* necesarios afectan a la valoración de la cartera de préstamos. Por ejemplo, la valoración de los títulos malayos prestados se revisa al alza hasta 101,4 millones de libras. Esto es consecuencia de la escasa liquidez y elevada volatilidad de este tipo de títulos. Estos factores superan, a la hora de realizar la valoración, a la reducción de riesgo que se obtiene al diluirlo dentro de la cartera prestada. El margen del prestamista se reduce por tanto, pasando del 25 millones de libras a 16,2 millones, o el 2,9%.

Cálculo de riesgos (tras el impago)

Utilizando el valor ajustado de las carteras, el prestamista puede calcular el riesgo de que las garantías se queden cortas en caso de impago por parte del tomador. A grandes rasgos, será necesario evaluar la volatilidad de cada tipo de activo, la correlación entre ellos y el riesgo residual de cada título en particular. Así se podrán obtener una serie de escenarios posibles de los que extraer probabilidades de incurrir en pérdidas y estimaciones del valor de las mismas en caso de impago. Asumiendo que el prestamista puede vender las garantías y recomponer su cartera inicial en un plazo de veinte días, la Tabla 4 nos muestra los resultados posibles. Se incluye además un análisis ajustado según la sensibilidad a volatilidad y liquidez del mercado, que modificaría significativamente los resultados. Si se incrementa el nivel de volatilidad o se reduce la liquidez, la probabilidad de incurrir en pérdidas y su volumen aumenta.

Tabla 4: Análisis de riesgos para el Tomador 1 bajo diversas asunciones

Escenario	Probabilidad de obtener pérdidas en caso de impago	Pérdidas esperadas por impago (millones de libras)
Caso Base	26%	4,0
Riesgo incrementado en un 50%	33%	8,0
Liquidez rebajada en un 50%	31%	5,1

Fuente: Barrie & Hibbert

La sensibilidad final equivale al tiempo de reacción, y en la Tabla 5 se muestra cómo la probabilidad y volumen esperado de las pérdidas se reduce si el prestamista puede ejecutar las garantías y recomponer su cartera más deprisa.

Este ejemplo puede servir para comprender cómo posibles cambios en el programa de préstamo de ABC al Tomador 1 pueden afectar al nivel de riesgo. La Tabla 5 resume algunos de los cambios que se podrían realizar en cada caso, manteniendo la cartera base inalterada para todos los demás aspectos.

Tabla 5: Análisis de riesgos para Tomador 1 según diferentes políticas de préstamo

Política	Probabilidad de obtener pérdidas en caso de impago	Pérdidas esperadas por impago (millones de libras)
Cartera del Caso Base	26%	4,0
Tiempo de reacción=10 días	19%	1,8
Tiempo de reacción=3 días	5%	0,2
Reducción de Concentración a la Mitad (duplicación del número de acciones prestadas y garantías)	20%	2,7
10 millones de libras adicionales como garantía en efectivo	15%	1,9
No se prestan acciones malayas + reducción de las garantías en efectivo	17%	1,7
Riesgo y Concentración Equivalentes de la Cartera de Préstamo y las Garantías + Garantía Residual en Efectivo	14%	0,7

Fuente: Barrie & Hibbert

Netting

El *netting* (o compensación, ver más abajo) es un elemento importante en la gestión de riesgos, considerando que un agente del mercado suele mantener a la vez varias operaciones abiertas con otro agente. Si se produce una situación de impago, los diversos acuerdos marco que regulan el préstamo de valores deberán establecer un mecanismo de aceleración en el cumplimiento de las obligaciones para cada una de las partes, por ejemplo, el vencimiento de pagos a precio actual de mercado. Por tanto, en lugar de hacer que cada parte entregue los títulos o garantías que corresponden para cada operación, se procederá a valorar sus obligaciones (se les da por ejemplo un valor en efectivo), compensándose las unas con las otras. La diferencia neta resultante será pagada en efectivo por la parte correspondiente a la otra.

Este mecanismo, denominado *netting*, es una de las partes cruciales de un acuerdo. Por ese motivo se estudia detenidamente en lo que se refiere a sus consecuencias legales. Por ejemplo, será necesario obtener consejo legal en lo que se refiere a la efectividad de este tipo de provisiones en caso de que la otra parte sea extranjera (y sometida por tanto a jurisdicción diferente), especialmente si es esa parte la que incurre en impago.

Este es también el motivo por el que los gestores de instituciones financieras solicitan consejo legal sobre la solidez de los acuerdos de *netting* que establecen antes de reconocer el valor de una garantía. En Reino Unido, el SLRC tiene un subcomité de *netting* que, en nombre de los bancos miembros, está realizando un estudio en el que se recogen opiniones de carácter legal sobre el *netting* en diferentes sistemas legales.

Marco regulador en Reino Unido

Cualquier persona que realice operaciones de préstamo o toma en préstamo de valores en Reino Unido estará realizando una actividad regulada por la *Financial Services and Markets Act* (Ley de Mercados y Servicios Financieros) de 2000, Orden sobre Actividades Reguladas de 2001, por lo que deberá contar con la autorización correspondiente estando sometido a control establecido en dicha ley. El tomador o prestamista, como persona autorizada, estará sometido a las provisiones establecidas en el Manual de la FSA, incluyendo el capítulo Inter-profesional sobre Conductas de Mercado. También deberá tener en cuenta lo establecido en referencia al abuso de mercado por la Ley de Mercados y Servicios Financieros de 2000, y el Código de Conducta de Mercado emitido en relación a ella por la *Financial Services Authority* (Autoridad de Servicios Financieros o FSA). El reglamento de conducta del *Business Sourcebook* establece que se requiere el consentimiento del titular para realizar operaciones de préstamo en su nombre. El Manual de la FSA contiene reglas, consejos y una guía práctica de asesoramiento que ayudan a una firma a cumplir con los *High Level Standard* de la FSA.

Código de Préstamo y Toma en Préstamo

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 los agentes, tanto del Reino Unido como extranjeros. El Código se ocupa de temas como agentes, *brokers*, acuerdos legales, márgenes, impagos, cierre de posiciones y confirmaciones. Se basa en las prácticas profesionales actuales de los agentes más reconocidos en el mercado, y está sometido a revisión continua. 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. En estos momentos se prepara un "Anexo UK" que cubrirá de forma específica determinados aspectos legales y prácticas habituales en Reino Unido. El Código está disponible a través de la página web del Banco de Inglaterra: www.bankofengland.co.uk/markets/stockborrowing.pdf

Comité de Préstamo de Valores y Repos (SLRC)

El Código de Préstamo y Toma en Préstamo de Títulos es obra del SLRC (Comité de Préstamo de Valores y Repos), que es un comité británico que incluye a actores del mercado, miembros de instituciones como CREST, la *UK Debt Management Office* (Oficina Británica de Gestión de Deuda), la Agencia Tributaria británica, la *London Clearing House* (Casa de Compensación de Londres), la Bolsa de Londres o la FSA. 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. También coordina los códigos para repos sobre deuda y acciones, elabora y actualiza el Anexo sobre deuda pública británica del *ISMA/TBMA Global Master Repurchase Agreement (GMRA)*; somete a revisión el resto de acuerdos marco utilizados en los mercados de repos y préstamo de valores; y finalmente acoge un sub-comité legal sobre *netting*. Igualmente mantiene vínculos con organismos reguladores similares y asociaciones del sector, tanto en Londres como internacionalmente. Las minutas de las reuniones del SLRC están disponibles

en la página web del Banco de Inglaterra. Los Términos de Referencia del SLRC se incluyen en el Apéndice 2.

El trabajo del SLRC se complementa con el de otras asociaciones del sector, entre las que se cuentan en el ámbito del préstamo de valores, la *Internacional Securities Lending Association (ISLA)*. Entre los objetivos de ISLA se incluyen la representación de los intereses comunes de los prestamistas de valores, apoyando al desarrollo adecuado y ordenado de este mercado. ISLA ha ayudado en la elaboración de los acuerdos marco que se utilizan en este mercado, incluyendo el *Overseas Securities Lending Agreement (OSLA)*, versión de 1995), el *Master Equity and Fixed Interest Securities Lending Agreement (MEFISLA)*, versión de 1999) y el *Global Master Securities Lending Agreement (GMSLA)*, mayo de 2000).