

Capítulo 6 Preguntas más frecuentes

Muchas personas ajenas al negocio de préstamo de valores lo ven como algo difícil de entender, dando lugar a muchas preguntas. A continuación ofrecemos algunas respuestas.

Aspectos Legales

1 ¿A qué nos referimos cuando hablamos de transferencia de titularidad?

Los contratos establecen que la propiedad sobre el título prestado pasa del prestamista al tomador.

Es importante aclarar esto, especialmente si pensamos un momento en una de las principales motivaciones del préstamo y toma en préstamo de valores. Pongamos que el tomador necesita tomar unos títulos prestados para cubrir una posición corta, por ejemplo para cerrar un contrato por el que venderá efectivamente los títulos. El comprador espera que el tomador transfiera la titularidad sobre los valores en el momento de ejecutar la operación, como en cualquier operación de venta. Si el tomador no puede hacerlo, no podrá cumplir con el contrato que tenía con ese comprador. Para poder hacerlo, el tomador obtiene la titularidad sobre el valor y así puede traspasarla al comprador final. De ahí el término “transferencia de titularidad”.

2 ¿Qué implica esto para el prestamista?

El prestamista tiene que ser consciente de que transfiere la titularidad sobre los valores, y de las consecuencias que de ello se derivan.

En primer lugar, si existen impuestos sobre operaciones de compra-venta de títulos, la operación estará sujeta a ellos a menos que exista una exención. Este aspecto afectará únicamente al tomador en la operación inicial. Aún así, el prestamista debe tener en cuenta que la devolución de los títulos por parte del tomador, al finalizar la operación de préstamo, también puede estar sujeta a este tipo de impuestos.

En segundo lugar, la transferencia de títulos es legalmente una venta de los mismos. El prestamista deberá determinar las consecuencias, si las hay, que se derivan de esa venta. De nuevo, suele tratarse de una cuestión fiscal, por ejemplo: ¿tiene consecuencias fiscales para el prestamista la venta de títulos prestados?

En tercer lugar, es especialmente importante establecer que el tomador, en el momento de la devolución del préstamo, tiene que transferir **títulos equivalentes** al prestamista, y no los **títulos originales**. En una operación de préstamo de valores, al tomador **no** se le confía la custodia de unos títulos en nombre del prestamista. El tomador es el verdadero dueño de los mismos, o lo que es lo mismo, el prestamista no tiene ningún derecho sobre los títulos que detenta el tomador. Teniendo en cuenta que lo más probable es que el tomador proceda a revender los títulos, es bastante improbable que éstos sigan estando en sus manos.

En cuarto lugar, como el prestamista deja de ser propietario, no tendrá por tanto derecho a los ingresos que estos títulos generan, ni será informado de las decisiones empresariales, perdiendo igualmente los derechos de voto correspondientes. Los acuerdos estándar en este mercado establecen mecanismos contractuales que compensan económicamente al propietario en lo que se refiere a los ingresos y derechos empresariales derivados de la propiedad de títulos. La transferencia del derecho de voto se compensa con la solicitud de devolución de títulos equivalentes al tomador en el momento de ejercer ese derecho.

3 ¿Por qué se llama “préstamo” de valores si de hecho se transfiere la titularidad?

Porque económica y comercialmente se piensa en esta operación como en un préstamo. Como reflejo de ello, en términos contables y de requisitos de capital se trata normalmente como un préstamo.

4 ¿Significa esto que el prestamista recibe de vuelta exactamente los mismo valores?

No. El tomador está obligado a devolver “títulos equivalentes”, es decir, correspondientes a la misma emisión de títulos (mismo Número Internacional de Identificación de Títulos, ISIN). A menudo vende los títulos prestados y, cuando le corresponda devolver esos títulos, tomará otros prestados o los comprará en el mercado.

5 ¿Tiene el prestamista algún compromiso u obligación respecto a las garantías?

No. Según los acuerdos estándar de aplicación en este mercado y la legislación inglesa, normalmente se transfiere también la titularidad sobre las garantías. Si las garantías son en efectivo, lo que habrá es un pago en efectivo del tomador al banco del prestamista. Si las garantías son títulos, se transfiere la titularidad de los mismos al prestamista.

Muchas de las preguntas que se hacen los tomadores en referencia a los títulos dados en garantía, se repiten en los prestamistas referidas a los títulos prestados.

6 ¿Por qué hay tantos tipos de acuerdos diferentes?

Históricamente, el diferente tratamiento fiscal que recibe el préstamo de valores en diferentes jurisdicciones ha hecho necesaria la existencia de una variedad de acuerdos (como el OSLA, *Overseas Securities Lenders' Agreement*; o el MEF ISLA, *Master Equity and Fixed Income Stock Lending Agreement*; etc.). Los cambios fiscales han permitido que en general se use un solo acuerdo, el GMSLA (*Global Master Securities Lending Agreement*), que refunde y agrupa a los diferentes acuerdos previos históricamente utilizados.

7 Si el préstamo de valores se ejecuta bajo jurisdicción inglesa, pero un custodio designa a un sub-custodio en otro país, o presta a una entidad de otro país que no reconoce la legislación inglesa, ¿qué ocurre cuando surge algún problema?

Para simplificar, hay tres elementos legales que actúan en la aplicación de la ley sobre operaciones de préstamo. El primero es la ley de contratos, el segundo es la legislación particular de cada país que afecta a cada una de las partes implicadas, y el tercero es la ley que afecta al país donde se sitúen los títulos en cuestión.

La ley de contratos es la que afecta a un acuerdo legal entre partes, y que establece las condiciones bajo las que se realiza el préstamo. La mayoría de acuerdos de préstamo están en la práctica sujetos a la legislación inglesa, de forma que cualquier conflicto se resolverá en un tribunal inglés.

Cuando una de las partes es una sociedad constituida en Inglaterra, y la otra parte lo está en otro país, la parte británica deberá comprobar, normalmente a través de consulta legal, que la legislación del país de origen de la otra parte dará validez al acuerdo según las condiciones en él establecidas. El asesoramiento legal se centrará en especial en las cláusulas referidas a cierre de posiciones (*close out*) y *netting* que se aplican en situaciones de insolvencia en las que incurra cualquiera de las partes (ver la sección referida al *netting* en el Capítulo 5). Estos aspectos, junto a las condiciones acordadas sobre garantías y márgenes de aplicación, deberían permitir realizar este tipo de operaciones manteniendo los niveles de riesgo dentro de niveles aceptables.

En lo que se refiere al país de tenencia de los títulos, el tomador debe asegurarse de que la titularidad sobre ellos es válida en él, ya que pueden darse situaciones de

conflicto entre distintas legislaciones al respecto. La regla tradicionalmente usada para determinar la validez de una venta de títulos se basa en examinar la legislación del país de origen de los mismos (principio de "lex sitae" o "lex situs"). Sin embargo, esta regla es difícil de aplicar cuando hay una larga lista de intermediarios hasta llegar "físicamente" a los títulos. El enfoque actualmente preferido es el de estudiar el lugar desde donde opera el intermediario que gestiona la cuenta en la que están los títulos (principio PRIMA). La Directiva de Garantías de la UE, y su transposición a la legislación nacional por parte de los países miembros, aplica el criterio PRIMA. Esta en proyecto la extensión del uso de este principio a todos los miembros de la Convención de La Haya.

Dividendos y cupones

1 ¿Qué pasa si el prestamista ha prestado una acción en periodo de cobro de dividendos?

El tomador satisfará al prestamista el equivalente al dividendo que éste cobraría de no haber prestado la acción. Esta cantidad será equivalente al dividendo bruto menos la retención por dividendo a la que esté sujeto el tomador.

2 ¿Recibe el prestamista el dividendo o cupón a pesar de todo?

No. El prestamista recibe del tomador un dividendo o cupón "fabricado", y no el dividendo o cupón propiamente dicho.

3 ¿Recibirá el prestamista el dividendo o cupón (fabricado) en la fecha de pago oficialmente fijada?

Sí. La cuenta del prestamista deberá recibir el ingreso en su cuenta en la fecha de pago publicada, aún en el caso de que el propio tomador no ha recibido el pago.

4 ¿Qué ocurre si el prestamista ha prestado una acción en la fecha de devengo de un dividendo futuro, obtendrá el efectivo o los títulos correspondientes en la fecha de pago?

El prestamista deberá advertir por anticipado al tomador sobre qué espera recibir. El tomador tendrá que "fabricar" un dividendo en efectivo o en títulos incluso si recibe el dividendo en la forma contraria.

5 ¿Quién gestiona esta operación?

Serán tomador y prestamista los que lo hagan (o sus agentes o custodios designados al efecto).

6 ¿Por qué obtienen los prestamistas un tipo de interés mayor para el préstamo si aceptan efectivo por un dividendo futuro en acciones?

Normalmente, las empresas incentivan en términos financieros la toma del dividendo en acciones en lugar del efectivo. Por eso, el tomador puede aceptar el dividendo futuro en acciones, venderlo en su momento y obtener una cantidad adicional sobre el efectivo que correspondería a ese dividendo. Este beneficio adicional se compartirá con el prestamista.

Garantías y gestión de riesgos

1 ¿Qué es una garantía?

Es un instrumento financiero que el tomador de un préstamo pone a disposición del prestamista para que éste último tenga una protección contra el posible

impago durante la validez del préstamo. Los títulos entregados como garantía se valoran diariamente a precios de mercado. Los tomadores están en la obligación de que el valor de las garantías que entregan a precio de mercado sea como mínimo igual al valor de mercado de los títulos prestados. A este valor mínimo se le suele añadir un margen acordado denominado *haircut* (ver más abajo).

2 Qué es un “recorte de valoración” o *haircut*?

El *haircut* es un margen que implica la puesta a disposición, por parte del tomador, de una garantía adicional con objeto de cubrir posibles movimientos adversos en la valoración de la operación. Esta diferencia negativa puede resultar de la evolución diversa de los precios de mercado del préstamo o las garantías, respecto a los valores efectivos de liquidación de las garantías y posterior recompra de los títulos originales en el momento del impago.

3 ¿Con qué frecuencia se realiza la valoración de las garantías?

Normalmente a diario, igual que ocurre con los valores prestados, pero podría hacerse con más frecuencia en circunstancias especiales.

4 ¿Las garantías estarán a nombre del prestamista o de su agente?

Normalmente estarán a nombre del prestamista, pero si el prestamista lo desea pueden estarlo a nombre del agente que designe.

5 ¿Se valoran las garantías de forma individual para cada cliente, o puede el banco custodio valorar las garantías con que cuenta conjuntamente y repartirlas entre sus clientes?

Puede hacerse de cualquiera de las dos formas, siempre que así lo acuerden prestamista y agente.

6 ¿Qué ocurre en caso de impago por parte del tomador?

El prestamista ejecutará las garantías y recompra los títulos prestados (y perdidos). Cualquier beneficio deberá ser devuelto al tomador o su liquidador. En caso de pérdida, se reclamará por su valor al tomador o su liquidador.

7 ¿Cómo recupera el prestamista los títulos? ¿Cuánto tiempo requiere esta operación?

Dentro del ciclo de liquidación habitual de un valor (ver Capítulo 4), se recuperan una vez los ha recomprado.

8 ¿Quién liquida las garantías?

El prestamista o su agente (si lo tiene).

9 ¿Cómo puede el prestamista tener la seguridad que la liquidación de las garantías se hace a precio de mercado?

De forma similar a lo que tendría que hacer para comprobar cualquier otra operación en los mercados. Algunos agentes indemnizan a los prestamistas en caso de impago por parte del tomador, en cuyo caso procederán a devolver los títulos prestados, procediendo a liquidar por su cuenta las garantías.

10 ¿Qué ocurre si los precios de mercado suben desde que el tomador incurre en impago hasta que el prestamista dispone del efectivo obtenido al liquidar las garantías?

En situación de insolvencia, cualquier diferencia negativa deberá reclamarse al tomador o su liquidador. NOTA: Se establece un plazo de hasta **48 horas** según los acuerdos OSLA, MEF ISLA y GESLA (ver Glosario) en función de si el impago se

produce dentro del horario normal de negocio o no. Este plazo se extiende hasta 5 días según el nuevo acuerdo marco GMSLA.

11 ¿Qué ocurre si los movimientos de mercado hacen que el valor de las garantías caiga por debajo del nivel establecido?

En situación de insolvencia, cualquier diferencia negativa deberá reclamarse al tomador o su liquidador. En cualquier otro caso, se deberán solicitar garantías adicionales. Si el mercado en cuestión es especialmente volátil puede, establecerse un ajuste de la valoración de acuerdo con cotizaciones intradía.

12 ¿Cómo de a menudo se puede solicitar el aumento de las garantías (por ejemplo vía actualización de precio mas un margen)?

Normalmente cada día o según sea necesario.

13 La valoración de los títulos prestados y de los dados en garantía, ¿se realiza al mismo tiempo y con la misma frecuencia?

No siempre. Los títulos prestados y en garantía pueden cotizar en mercados diferentes y con husos horarios distintos. En cualquier otro caso, ambas valoraciones deben hacerse al menos cada día.

14 ¿Se incluye el interés devengado en el cálculo del valor de mercado de comisiones, préstamo y garantías?

El GMSLA establece que la valoración, tanto de valores prestados como en garantía, debe incluir:

- ingresos devengados
- Pagos de intereses o dividendos declarados por parte del emisor pero aún no vencidos
- dividendos pagados en forma de títulos

Ningún otro derecho o activo que se derive de la propiedad de un título prestado o en garantía debe incluirse en el cálculo.

15 ¿Qué ocurre si un tomador no devuelve los títulos cuando se le solicita o al vencimiento?

El prestamista puede decidir comprar por su cuenta los títulos no devueltos en el mercado (*buy-in*), y facturar posteriormente esos costes al tomador.

16 ¿Quién pagaría la comisión de descubierto si el gestor de fondos de un prestamista ha vendido ciertos títulos y el prestamista no ha podido efectivamente cerrar esa operación de venta porque el tomador no se los ha devuelto?

El prestamista puede reclamar al tomador los costes directos que se hayan generado. Sin embargo, hay que precisar que no se podrá reclamar por las pérdidas generadas posteriormente a consecuencia de esa operación fallida. En el caso de que la no devolución por parte del tomador frustre una operación mayor en la que entraban a formar parte esos títulos, el prestamista reclamará por norma sólo los costes directos que corresponden a los títulos prestados específicamente.

17 ¿Qué es la reinversión de efectivo?

En muchos casos, especialmente en EE UU, el préstamo de títulos se hace contra efectivo. En lugar de pagar una comisión, el tomador recibe un reembolso (por ejemplo del 0,4%), resultado del tipo de interés del mercado monetario (por ejemplo, el 1%) menos la comisión correspondiente (por ejemplo, del 0,6%). En estos casos, el prestamista o su agente tienen obligación de realizar este reembolso al tomador. El prestamista puede reinvertir el efectivo y obtener, por ejemplo un 1,1%, de forma

que obtendría la comisión y un rendimiento adicional del 0,1%. Igualmente podría obtener una pérdida consecuencia de esa reinversión.

El mercado de reinversión en EE UU se describe acertadamente como "la cola que menea al perro". La búsqueda de ingresos en un mercado de préstamo bastante maduro como es el de EE UU implica que en muchos casos sean las oportunidades de reinversión las que motivan las operaciones, convirtiéndose éstas en meros sistemas adicionales de obtención de liquidez.

18 ¿Qué riesgos asociados a la reinversión de efectivo existen?

Puede darse el caso de que el tipo de reinversión sea menor que el de reembolso. Esto suele ocurrir en situaciones de subida de tipos, por ejemplo si el tipo a pagar al tomador es el tipo intradía fijado cada día y se ha reinvertido por un periodo fijo, por ejemplo de un mes. En este caso, si los tipos a corto suben durante el periodo para el que la reinversión es fija, el prestamista puede sufrir pérdidas.

Además, en algunos casos se reinvierte en activos de menor calidad crediticia con el objeto de obtener mayores rendimientos. Si se produce el impago de intereses o se rebaja el *rating* de ese activo, es probable que su valor caiga. La mayoría de las reinversiones se hacen en titulaciones de hipotecas emitidas por el Tesoro de EE UU. En estos casos, el banco custodio indemnizaría al prestamista en caso de impago.

19 ¿Qué ocurre si los activos dados en garantía pierden todo su valor?

Mientras que no se haya producido impago por parte del tomador, se habrán ido sustituyendo por otras garantías en el curso del ajuste diario de acuerdo con el valor de mercado de esas garantías.

20 ¿Qué ocurre si los activos prestados pierden todo su valor?

El tomador solicitará la devolución de las garantías, según lo acordado, de acuerdo con el proceso de ajuste continuo a precios de mercado (que irá reflejando la pérdida de valor).

21 ¿Qué es una indemnización?

Es una forma de póliza de seguro que se ofrece a los prestamistas para paliar los riesgos asociados al préstamo. Una de las indemnizaciones más habituales es la que protege de situaciones de impago por parte del tomador. Normalmente, igual que ocurre con las pólizas de seguro, ofrecen cobertura de determinadas circunstancias y no cobertura absoluta de la situación de impago. Así que, también se debe leer la letra pequeña, como con las pólizas de seguro habituales.

22 ¿Quién las ofrece?

Normalmente son los bancos custodios los que ofrecen este tipo de indemnizaciones a sus clientes prestamistas. Los Agentes (Terceros) pueden obtenerlas a través de aseguradoras en nombre de sus clientes prestamistas.

23 ¿Qué vinculaciones se establecen?

Puede que el banco custodio solicite al prestamista un reparto de beneficios más favorable para él, en compensación por la indemnización.

24 ¿Es realmente importante establecer una serie de directrices referidas al préstamo y las garantías a él asociadas antes de operar en este mercado, o se puede operar aceptando las condiciones y directrices recogidas en los acuerdos estándar?

Para un prestamista novel, las condiciones y directrices fijadas en los acuerdos estándar utilizados por un agente son un buen punto de partida. Posteriormente deberá plantearse qué condiciones le conviene o no aceptar del acuerdo estándar

en términos de riesgo. El cliente tiene derecho a alterar esas directrices como mejor le convenga.

Operativa y logística

1 ¿Qué diferencia hay entre préstamo abierto (intradía) y a plazo fijo?

La mayoría de préstamos son "abiertos" o intradía. A veces los prestamistas están dispuestos a garantizar el mantenimiento del préstamo durante un plazo más largo, pero es bastante inusual. En estos casos, el tomador tendrá la certeza de que el prestamista no solicitará la devolución anticipada de los títulos. La situación más habitual es aquella en la que un *hedge fund* tomador consiga un préstamo a plazo fijo de un banco de inversiones, que a su vez cuenta con múltiples prestamistas. Si uno de ellos solicita la devolución de títulos, podrá acudir a otro de sus prestamistas para obtenerlos.

2 ¿Cuál suele ser el plazo de los préstamos?

Un mes es el periodo habitual de duración del préstamo, pero depende de la operativa que motiva la toma en préstamo.

3 ¿Cuánto se tarda en recuperar un título prestado?

La devolución debe funcionar exactamente igual que una compra. Si el prestamista da la orden para ejecutarse en un determinado momento, debería recibir los títulos de acuerdo con el ciclo habitual de liquidación de operaciones en ese mercado.

Gobierno corporativo

1 ¿Puede un prestamista votar en Junta de Accionistas mientras presta sus títulos?

No. El préstamo de acciones no es realmente un préstamo ya que implica la transferencia de titularidad sobre la acción, y con ello de todos los derechos de voto asociados a dicha acción. De hecho, es frecuente que los títulos se tomen en préstamo para cerrar una operación de venta tradicional, con lo que las acciones pasarán a manos de un propietario real. Pero el tomador seguirá teniendo la obligación contractual de devolver títulos equivalentes al prestamista cuando éste lo solicite. Para el prestamista, el préstamo es por tanto una operación temporal, que no afecta a su deseo efectivo de mantener esos títulos en cartera. En lo que se refiere al derecho de voto, el prestamista puede solicitar la devolución de títulos equivalentes para poder votar, ejerciendo sus derechos como "accionista". También puede mantener abierto el préstamo absteniéndose de ejercer ese derecho. (Aunque ello no significa necesariamente que los votos se pierdan, ya que el nuevo propietario debe decidir ejercerlos). Si decide mantener los títulos prestados, no podrá conocer de ninguna forma el sentido del voto del propietario. La decisión de solicitar la devolución dependerá de si, el prestamista considera los beneficios derivados del ejercicio del voto, superiores a los de mantener el préstamo, o al contrario. Los inversores tomarán sus propias decisiones, pero merece la pena mencionar que los rendimientos que reciben los prestamistas suelen incrementarse en los periodos en que se están produciendo movimientos corporativos de importancia.

2 ¿Pueden los prestamistas solicitar la devolución con objeto de ejercer el voto, y afecta esto a su reputación como tales en el mercado?

Es bastante común que los prestamistas mantengan un stock de títulos en reserva de forma que puedan seguir acudiendo a las Juntas de Accionistas, aún prestando títulos de esa empresa. Sin embargo, si desean que el peso de sus votos se ajuste al

volumen de su cartera, tendrán que solicitar la devolución de los títulos en préstamo. Si un tomador sigue disponiendo de los títulos que se le han prestado (es decir, todavía no los ha usado para cerrar una posición corta), el prestamista podría solicitarle el voto en su nombre.

3 ¿Es correcto tomar títulos en préstamo con objeto de aumentar temporalmente el peso de una cartera, influyendo así en las votaciones?

Esta práctica no se considera aceptable desde un punto de vista compartido por la mayoría de los agentes del mercado.

Diferentes opciones de préstamo para titulares

1 ¿Puede un prestamista tener mayor facilidad para prestar títulos con poco volumen de negocio que títulos con mayor volumen?

Sí, ya que la estabilidad del préstamo es un factor clave para cualquier tomador.

2 ¿Cómo decide un banco custodio qué acciones prestar si tiene varios clientes que tienen esos títulos en cartera?

Existen algoritmos para distribuir la toma de esos títulos entre sus clientes, pero cada uno de los utilizados parece ser diferente.

3 ¿Qué es una relación exclusiva de préstamo?

Se produce cuando un prestamista pone a disposición de uno o varios tomadores en particular, una parte o el total de sus activos.

4 ¿Qué diferencia hay entre este sistema y operar a través de un banco custodio?

Lo mismo puede también hacerse a través de un banco custodio, que se encargará de todos los trámites de administración, etc. Pero a diferencia de una relación exclusiva, el custodio fraccionará sus préstamos a diferentes tomadores, acción por acción, de acuerdo con el algoritmo que distribuye la toma de esos títulos entre varios prestamistas.

5 ¿Cuánto suelen durar los acuerdos de exclusividad?

No hay un periodo estándar, pero suelen durar un año.

6 ¿Cómo obtiene ingresos el banco custodio a través del préstamo de títulos?

Fundamentalmente, a través del reparto con ellos del rendimiento que obtiene el prestamista.

7 ¿Qué comisiones suelen cobrar?

Normalmente el prestamista se queda con entre el 60% y el 90% (del rendimiento), pero los porcentajes pueden variar.