

RESPUESTA A LA CONSULTA PÚBLICA PREVIA SOBRE EL PROYECTO DE ORDEN MINISTERIAL POR LA QUE SE REGULA EL PRÉSTAMO DE VALORES

Preguntas de la consulta pública

1. Necesidad de la norma

¿Considera necesario permitir a las IICs españolas realizar préstamos de valores sobre los valores que tienen en cartera?

Sí. Tal como se describe en la introducción de la Consulta, permitir a las Instituciones de Inversión Colectivas españolas ("IICs") la realización de operaciones de préstamo de valores surtiría diversos beneficios tanto para dichas IICs y los mercados de capitales españoles, como para la "economía real", incluyendo, entre otros, los siguientes:

- Incrementar la liquidez de los mercados secundarios de valores.
- Aumentar la rentabilidad a largo plazo de las carteras de valores de las IICs.
- Obtener ingresos con cargo a inversiones a largo plazo.
- Facilitar el cumplimiento por parte de las entidades de crédito y empresas de servicios de inversión de requisitos prudenciales, como la Ratio de Cobertura De Liquidez (LCR, por sus siglas en inglés) y la Ratio de Financiación Estable Neta (NSFR, por sus siglas en inglés) bajo el Reglamento Europeo de Requisitos de Capital¹, contribuyendo así tanto a la gestión como a la reducción del riesgo sistémico.
- Facilitar la obtención y entrega de colateral para el cumplimiento de los requisitos de margen regulatorio bajo las Normas de Margen No Compensado (UMR, por sus siglas en inglés) de la UE².
- Facilitar las actividades de creación de mercado de las instituciones financieras, permitiendo a éstas un fácil acceso a valores que pudieran no tener entre sus activos. Los creadores de mercado, en su continua búsqueda de valores para comprar y vender pueden mejorar la liquidez de los mercados; su capacidad para para tomar prestados valores de forma continua y regular contribuye a satisfacer la demanda de valores.

¹ [Reglamento \(UE\) n.º 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión.](#)

² [Reglamento Delegado \(UE\) 2016/2251 de la Comisión de 4 de octubre de 2016 por el que se completa el Reglamento \(UE\) núm. 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que atañe a las normas técnicas de regulación sobre las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central.](#)

- Facilitar el cumplimiento de las obligaciones de liquidación e incrementar la eficiencia operativa en los mercados, particularmente a la luz del Reglamento Europeo sobre Depositarios Centrales de Valores ("**CSDR**")³, que penaliza la liquidación tardía de las operaciones sobre valores. En este sentido, los participantes del mercado pueden pedir prestados valores de forma temporal para ayudar a reducir los fallos en la liquidación, lo que contribuiría a mejorar la eficiencia de los mercados de valores. ISLA considera que, a resultas de la futura adopción en Europa de un plazo de liquidación en D+1, se producirá un incremento de la demanda de préstamo de valores, dado que las obligaciones de liquidación deberán cumplirse en un período más corto de tiempo. Poder recurrir a la operativa de préstamo de valores para cumplir con las obligaciones de liquidación no sólo permitiría reducir las ineficiencias de la post-negociación (*post-trading*), sino también el riesgo sistémico, al reducir las exposiciones durante el período de liquidación. En un reciente proceso de consulta⁴, la AEMV manifestó que "la operativa de préstamo de valores es, normalmente, la forma más sencilla de evitar o resolver fallos en la liquidación de operaciones derivadas de la ausencia de disponibilidad de los valores"⁵.

En enero de 2024, el Grupo BME, Bolsas y Mercados Españoles, publicó un libro blanco con 56 medidas para impulsar la competitividad de los mercados de capitales españoles. Una de las medidas clave era permitir a las IICs realizar operaciones de préstamo de valores, destacando que España era el único país de Europa que no había promulgado legislación para facilitar dicha operativa, lo que sitúa a las IICs españolas en una gran desventaja competitiva frente a las de otros Estados Miembros de la Unión Europea. De acuerdo con los datos facilitados por S&P Global Market Intelligence⁶ a ISLA, durante los últimos 5 años, la operativa de préstamo de valores desarrollada por los OICVM en Europa ha generado ingresos por un valor aproximado de 3.000 millones de euros.

Actualmente, en Europa, los vehículos de inversión que pueden realizar operaciones de préstamo de valores están proporcionando beneficios a sus inversores, incluidos los minoristas (en particular, los pensionistas), de manera que dicha operativa redunde en última instancia en beneficio de la economía real.

Los ingresos adicionales generados por las operaciones de préstamo de valores pueden ayudar a compensar el impacto de las comisiones de gestión de los fondos y, con ello, mejorar el rendimiento global de la cartera de inversión, en beneficio de sus inversores finales, como los pensionistas. A modo de ejemplo, la aparición de productos de inversión minorista de bajo coste en los últimos años, como los fondos de seguimiento sin comisiones (*zero fee tracker funds*), se debe en parte a que los costes de gestión son soportados y compensados por los ingresos procedentes de los préstamos de valores. En consecuencia, la operativa de préstamo de valores también estimula que la inversión minorista fluya hacia los mercados de capitales, uno de los objetivos importantes de la Unión de

³ [Reglamento \(UE\) n.º 909/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, sobre la mejora de la liquidación de valores en la Unión Europea y los depositarios centrales de valores.](#)

⁴ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/2023-12/ESMA74-2119945925-1634_CSDR_Consultation_Paper_on_Technical_Advice_on_Penalty_Mechanism.pdf

⁵ "securities borrowing is usually the easier way to prevent or resolve a settlement fail caused by the lack of securities"

⁶ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/>

Mercados de Capitales de la UE y de la Estrategia Europea de Inversión Minorista⁷. Esta cuestión fue también recientemente considerada como una prioridad en Europa en el informe de Mario Draghi sobre el futuro de la competitividad europea⁸. Permitir a las IICs españolas realizar préstamos de valores no sólo situará a éstas en igualdad de condiciones con las de otros Estados Miembros de la UE, sino también globalmente.

Abundando en lo anterior, un informe de *State Street* de febrero de 2023⁹ analiza 20 estudios académicos y sus correspondientes metodologías para comprender el impacto de la operativa de préstamo de valores en la rentabilidad de los vehículos de inversión y la funcionalidad del mercado. Dicho informe afirma que *"el peso de la evidencia empírica demuestra que la operativa de préstamo de valores mejora la rentabilidad de los fondos al contribuir a los ingresos netos de inversión y reducir el error de seguimiento, sin menoscabar el valor de las acciones"*¹⁰.

El artículo 51(2) de la Directiva 2009/65/CE¹¹ establece que *"los Estados miembros podrán autorizar a los OICVM, en las condiciones y límites que establezcan, a recurrir a técnicas e instrumentos que tengan por objeto valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario, siempre que el recurso a estas técnicas e instrumentos tenga como objetivo una buena gestión de la cartera"*. Así, un informe de Autoridad Europea de Valores y Mercados ("**AEVM**") de mayo de 2022 concluyó que *"las técnicas de gestión eficiente de las carteras de inversión (EPM, en su acrónimo inglés) más comúnmente utilizadas por los gestores de OICVM son las operaciones de préstamo de valores, entre otros productos, como los repos"*.

En relación con los beneficios que, de forma más amplia para la economía, brinda la operativa de préstamo de valores, procede indicar que, como parte del Programa de Compra del Sector Público (PSPP) del Banco Central Europeo, el Banco de España pone los valores adquiridos bajo el mismo a disposición de los operadores del mercado para realizar operaciones de préstamo de valores y, así, asegurar la liquidez de los mercados. La guía del BCE titulada *"¿Qué es el Préstamo de Valores?"* afirma que *"el préstamo de valores contribuye al buen funcionamiento de los mercados financieros"*¹².

En conclusión, ISLA no ve razón alguna por la que las IICs no deban ser autorizadas para realizar préstamos de valores. De cara a aumentar el tamaño y la liquidez de los mercados de capitales españoles, la operativa de préstamo de valores debe ser apoyada proactivamente.

⁷ https://finance.ec.europa.eu/publications/retail-investment-strategy_en?prefLang=es

⁸ https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en?prefLang=es

⁹ <https://www.statestreet.com/web/insights/articles/documents/securities-lending-to-lend-or-not-to-lend.pdf>

¹⁰ *"the weight of empirical evidence finds that securities lending improves fund performance by contributing to net investment income and reducing tracking error without detracting from share value."*

¹¹ [Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios \(OICVM\).](#)

¹² https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/securities_lending.en.html

2. Prestamista

2.1. ¿A qué categorías de IICs considera conveniente permitir desarrollar esta actividad? Marque con una X todas las categorías que considere que deben tener acceso a esta operativa:

- IICs de régimen general abiertas
- IICs de régimen general cerradas
- IICs de inversión libre

- Otras. Especifique cuáles: Cualesquiera otras recogidas en la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva y en Ley 22/2014, de 12 de noviembre por la que se regulan las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado, y por la que se modifica la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

2.2. ¿Considera que existen otros inversores institucionales que deberían poder desarrollar la operativa de préstamo de valores? En caso afirmativo, ¿cuáles?

En otros países es habitual la realización de préstamos de valores por todo tipo de inversores institucionales (incluyendo fondos de pensiones, vehículos de inversión (incluidos los OICVM), fondos soberanos y bancos centrales).

3. Prestatario o tomador de los valores

¿Deben exigirse requisitos a la entidad prestataria en relación con su régimen de supervisión, su nivel de solvencia o el Estado en el que pueda estar domiciliada?

Los gestores de las IICs tienen la obligación legal de actuar en el mejor interés de sus inversores, lo que incluye asegurarse de que cualquier operativa de préstamo de valores se lleve a cabo de manera que no comprometa los objetivos de inversión de la IIC, ni exponga a los inversores a riesgos indebidos. Un de las principales responsabilidades del gestor de la IIC prestamista es disponer de procedimientos sólidos de gestión de riesgos, lo que incluye tanto la evaluación de la solvencia de los prestatarios como la obtención de garantías adecuadas que mitiguen el riesgo de incumplimiento, y/o de insolvencia. En este sentido, el gestor de la IIC puede recurrir a un intermediario y realizar su operativa de préstamos de valores en el mercado a través de un programa de préstamo de valores con el intermediario, que deberá incluir un sólido marco de gestión del riesgo, que incluya la evaluación de la solvencia del prestatario que debe tener en cuenta (i) si se trata de una entidad sujeta a supervisión, (ii) su nivel de solvencia; y (iii) la jurisdicción en la que está establecido. Esto permite a los gestores de IICs asegurarse de que la operativa de préstamo de valores se realice de manera responsable y transparente.

Los préstamos de valores se documentan, generalmente, usando el Acuerdo Marco Global de

Préstamo de Valores (GMSLA, por sus siglas en inglés)¹³ (el "**Acuerdo Marco Global**"). ISLA esponsoriza y apoya el uso de este acuerdo marco como estándar de mercado, el cual ha sido reconocido por los supervisores durante más de 20 años. Asimismo, ISLA recaba anualmente dictámenes jurídicos que confirman la validez y exigibilidad de los acuerdos de compensación contractual recogidos en dicho Acuerdo Marco Global. Éste regula los términos y condiciones de la operativa de préstamo de valores e incluye previsiones específicas sobre las consecuencias del incumplimiento del prestatario, ofreciendo así protección al prestamista en caso de dicho incumplimiento.

Entre tales protecciones cabe destacar las siguientes:

- **Exigencia de Garantías:** El prestatario está generalmente obligado a proporcionar garantías al prestamista, que se valoran a valor razonable con una frecuencia diaria y podrán ser utilizadas para cubrir ciertas pérdidas incurridas en caso de incumplimiento.
- **Derecho a Ejecutar las Garantías:** El prestamista tiene generalmente derecho a ejecutar las garantías para recuperar sus pérdidas.
- **Derecho al Vencimiento Anticipado:** El prestamista tiene generalmente derecho a declarar el vencimiento anticipado del préstamo de valores y a exigir la devolución de los valores en cuestión en caso de incumplimiento del prestatario.
- **Daños y Perjuicios:** El prestamista tienen generalmente derecho a reclamar daños y perjuicios al prestatario por las pérdidas sufridas debido al incumplimiento.

Sin perjuicio de lo anterior, es importante indicar que los concretos términos del Acuerdo Marco Global pueden variar dependiendo de la negociación y acuerdos concretos alcanzados entre el prestamista y el prestatario.

En lo que respecta a otros requisitos de los prestatarios, el Acuerdo Marco Global prevé en la Cláusula 14(e) (Declaraciones de los Prestatarios) que del prestatario manifieste expresamente que "*no está celebrando el Préstamo con el objetivo principal de obtener o ejercer derechos de voto respecto a los Valores Prestados*"¹⁴.

ISLA no considera necesario exigir requisitos específicos a los prestatarios. La razón es la inexistencia de tales requisitos en las jurisdicciones que actualmente permiten a los vehículos de inversión realizar préstamos de valores, por lo que su imposición en España situaría a las IICs españolas en una situación de desventaja competitiva respecto de los vehículos de inversión de otros países.

ISLA, en su condición de principal asociación de los participantes del mercado de préstamo de valores, mantiene un Manual de Mejores Prácticas¹⁵ (basado en consenso del mercado) que

¹³ <https://www.islaemea.org/gmsla-title-transfer/>

¹⁴ Cada parte declara y garantiza a la otra que "*where acting as a Borrower: it is not entering into a Loan for the primary purpose of obtaining or exercising voting rights in respect of the Loaned Securities*".

¹⁵ <https://www.islaemea.org/isla-best-practice-handbook/>

proporciona orientación a los participantes del mismo.

A modo meramente ejemplificativo, en el Reino Unido, el Banco de Inglaterra ha creado un Código de Mercados Monetarios (*Money Markets Code*), que es un código de conducta voluntario redactado por participantes del mercado y respaldado por dicho Banco. El código establece los estándares y mejores prácticas que se espera sigan los participantes en los mercados de depósitos, repos y préstamo de valores. Sugeriríamos, que, en lugar de aprobar normas de obligado cumplimiento, la CNMV adoptara un código similar para la operativa de préstamo de valores, desarrollándolo con la colaboración con los participantes del mercado locales y globales para, así asegurar la adhesión de éstas al mismo.

4. Requisitos respecto de los valores objeto del préstamo

4.1. ¿Deben ser únicamente valores reconocidos como tal por la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI)?

ISLA considera que, de cara a establecer y mantener un régimen estandarizado a nivel de la UE, la tipología de valores respecto de los cuales debe permitirse la operativa de préstamo debe ser coherente con los instrumentos financieros a los que se refiere el Artículo 2(1)n de la Directiva OICVM¹⁶, es decir:

"«valores mobiliarios»:

- i) *las acciones y demás valores asimilables a acciones (en lo sucesivo, «las acciones»),*
- ii) *las obligaciones y demás formas de deuda titulizada (en lo sucesivo, «las obligaciones»),*
- iii) *cualesquiera otros valores negociables que otorguen derecho a adquirir dichos valores mobiliarios mediante suscripción o canje."*

En este sentido, téngase en cuenta que los valores sobre los que más frecuentemente se realizan operaciones de préstamo son (i) los valores de renta variable; (ii) los valores de renta fija (pública o privada); y (iii) sociedades y fondos de inversión cotizados (e.g. ETFs, en sus siglas en inglés)¹⁷, sería deseable que la nueva norma diera cobertura a todos estos valores.

4.2. ¿Debería permitirse el préstamo de otros valores distintos de los reconocidos en la LMVSI? En su caso, ¿cuáles?

ISLA considera que sería suficiente, en línea con las prácticas de mercado actuales, con que la nueva norma cubriera los valores señalados en la respuesta 4.1 anterior.

¹⁶ [Directiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios \(OICVM\).](#)

¹⁷ [Artículo 79 del Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva, aprobado por el Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio.](#)

4.3. ¿Deben exigirse condiciones específicas relativas a la propiedad y dominio sobre los valores?
En su caso, ¿cuáles?

ISLA no considera que, en estas cuestiones, deban incluirse condiciones específicas en la nueva regulación. En este sentido, el Acuerdo Marco Global ya dispone que el prestamista ha de estar plenamente autorizado para transmitir el dominio de los valores que desee prestar y que éstos han transmitirse libres de carga y gravamen.

En aras de ofrecer un mayor contexto, téngase presente que bajo el Acuerdo Marco Global (versión 2010), la transmisión de propiedad (a la cual se hace referencia en las "*Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM*"¹⁸, el prestamista transmite su título, derecho y facultades sobre un valor o valores específicos a otra parte, el prestatario. En consecuencia, los valores prestados pasan a ser propiedad del Prestatario.

Asimismo, conforme a lo dispuesto en el Acuerdo Marco Global, con ocasión del vencimiento del préstamo, el prestatario transmite de vuelta al prestamista su título, derecho y facultades sobre valores equivalentes. Tras la transmisión inicial, el Prestamista no conserva ni disfruta de ningún título sobre los valores prestados, de manera que solo tiene un derecho a reclamar la entrega de valores equivalentes. Por tanto, la transmisión bajo el préstamo conlleva que el prestamista deje de ser el propietario de los valores prestados, que pasan a ser propiedad del prestatario. Es relevante resaltar la posibilidad de establecer pactos específicos entre el prestamista y el prestatario que permitan al primero reclamar, en cualquier momento, la devolución de los valores (p.ej., con el objetivo de ejercer derechos de voto). Aunque el prestamista no goza de la propiedad de los valores prestados, en la medida en que el prestatario debe entregar valores equivalentes a vencimiento del préstamo, el prestamista mantiene una exposición económica plena a los mismos (es decir, a las fluctuaciones de valor).

5. Liquidación

¿Deben las partes tener libertad para regular el momento de la liquidación o debe establecerse que la operación se deba poder liquidar en cualquier momento a solicitud de cualquiera de las partes?

ISLA aboga por seguir las "*Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM*"¹⁹ a nivel de la UE.

El párrafo 30 de la Sección X sobre "*Técnicas de Gestión Eficiente de la Cartera*" de las "*Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM*" establece que: "*El OICVM debe asegurarse de que puede recuperar en todo momento los valores prestados o finalizar los contratos de préstamo de valores que haya celebrado*".

Además, la Cláusula 8.1 Acuerdo Marco Global (versión de 2010)²⁰ contempla el derecho del

¹⁸ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-enes.pdf>

¹⁹ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-enes.pdf>

²⁰ https://www.islaemea.org/wp-content/uploads/2019/03/GMSLA_2010_amendments_July_2012-1.pdf

prestamista a declarar el vencimiento anticipado un préstamo de valores:

"Sujeto al párrafo 11 y a los términos del correspondiente Préstamo, el Prestamista tendrá derecho a declarar el vencimiento anticipado de un Préstamo y a solicitar, en cualquier momento, la entrega de todos o cualesquiera Valores Equivalentes, mediante preaviso formulado en cualquier Día Hábil de no menos del tiempo estándar empleado para la liquidación para dichos Valores Equivalentes en la bolsa de valores o en la entidad de compensación a través de la cual los Valores Prestados fueron originalmente entregados. El Prestatario deberá entregar dichos Valores Equivalentes a más tardar al vencimiento de dicho preaviso, de conformidad con las instrucciones del Prestamista"²¹.

6. Garantías

6.1. ¿Qué aspectos relativos a las garantías sería, en su caso, deseable regular? Marque con una X aquellos aspectos que considere necesario regular:

- Nivel de garantías mínimo exigible
- Momento y forma de entrega
- Cuestiones relativas a la actualización de las garantías
- Tipología de activos elegibles como garantías
- Requisitos en cuanto a su propiedad y disponibilidad

ISLA considera que ninguno de los aspectos mencionados debería ser regulado. Es práctica consolidada en el mercado que el valor de mercado de las garantías proporcionadas por el prestatario sea habitualmente mayor que el de los valores prestados, proporcionando así una protección adicional para el prestamista.

El intercambio de garantías es un mecanismo esencial a la hora de reducir los riesgos en la operativa de préstamo de valores y, por lo tanto, el nivel de garantías debe reflejar las características de cada operación. ISLA cree que debe dejarse a los participantes del mercado fijar el nivel de garantías que corresponda.

Una parte muy significativa de las operaciones de préstamos de valores del mercado se lleva a cabo utilizando un Gestor Tripartito de Garantías (*Triparty Collateral Manager* o TCM, en sus siglas en inglés), que actúa como intermediario en las mismas. Los TCM facilitan la gestión eficiente y segura de la operativa cotidiana de las garantías entre el prestamista y el prestatario.

Un acuerdo de garantías (el "**Acuerdo de Garantías**") es un contrato que, por regla general,

²¹ *"Subject to paragraph 11 and the terms of the relevant Loan, Lender shall be entitled to terminate a Loan and to call for the delivery of all or any Equivalent Securities at any time by giving notice on any Business Day of not less than the standard settlement time for such Equivalent Securities on the exchange or in the clearing organisation through which the Loaned Securities were originally delivered. Borrower shall deliver such Equivalent Securities not later than the expiry of such notice in accordance with Lender's instructions."*

establece los términos y condiciones que regulan las garantías otorgadas por el prestatario en una operación de préstamo de valores y recoge las obligaciones de cada parte bajo dicho Acuerdo de Garantías.

El Acuerdo de Garantía especifica:

- **Tipos de Garantía:** qué tipos de activos pueden ser utilizados como garantía (por ejemplo, efectivo, deuda pública u otros valores).
- **Requisitos de la Garantía:** el nivel de la garantía que debe aportarse.
- **Métodos de Valoración:** cómo se determinará el valor de la garantía.
- **Ajuste del Margen de Garantía:** las circunstancias en que el prestatario debe proporcionar garantías adicionales.
- **Procedimientos de Ejecución:** los procedimientos para ejecutar la garantía si el prestatario incumple con sus obligaciones.
- **Tipo de Interés:** el tipo de interés que deberá abonar el prestatario como consecuencia de un ajuste del margen de garantía o de la existencia de cantidades adeudadas por el prestatario.

Tal y como se ha indicado en respuestas anteriores, ISLA aboga por seguir las "*Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM*". En particular, en el sentido recogido en el párrafo 43 de la Sección XII – "*Gestión de las garantías en las operaciones con instrumentos financieros derivados OTC y técnicas de gestión eficiente de la cartera*"²².

Esencialmente, ISLA considera que el Acuerdo de Garantías y las "*Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM*" ya proporcionan un marco adecuado para gestionar las garantías y abordar cualquier problema potencial que pudiera surgir durante la vida de la operación de préstamo.

ISLA opina que, de regularse estos aspectos de una forma más restrictiva, ello supondría una desventaja competitiva para las IICs españolas.

- 6.2. ¿Debe regularse la posibilidad de reutilizar los activos recibidos en garantía? En caso afirmativo, ¿qué tipos de activos y qué requisitos o condiciones deberían establecerse al respecto?

ISLA sugiere ceñirse a lo dispuesto en la Directiva 2014/91/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 23 de julio de 2014, por la que se modifica la Directiva 2009/65/CE por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios (OICVM) en lo que respecta a las

²² <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-enes.pdf>

funciones del depositario, las políticas de remuneración y las sanciones²³, en:

- el Considerando 19: "*Los activos que el depositario tenga en custodia no deben ser reutilizados por propia cuenta por el depositario ni por un tercero en el que se haya delegado la función de custodia. Deben aplicarse determinadas condiciones a la reutilización de activos para la cuenta del OICVM*"; y
- la nueva redacción que da al Artículo 22(7) de la Directiva 2009/65/CE: "*Los activos que el depositario tenga en custodia no serán reutilizados por cuenta propia por el depositario ni por ningún tercero en el que se haya delegado la función de custodia. La reutilización incluye toda operación con activos en custodia, incluidas la transferencia, la pignoración, la venta o el préstamo, sin excluir otros tipos de transacción. Únicamente se permitirá la reutilización de los activos que el depositario tenga en custodia siempre y cuando:*
 - a) *la reutilización de los activos se ejecute por cuenta del OICVM;*
 - b) *el depositario ejecute las instrucciones de la sociedad de gestión por cuenta del OICVM;*
 - c) *la reutilización se haga en beneficio del OICVM y en interés de los partícipes, y*
 - d) *la transacción esté cubierta por garantías de alta calidad y liquidez recibidas por el OICVM en virtud de un acuerdo de transferencia con cambio de titularidad.*

El valor de mercado de la garantía real ascenderá, en todo momento, como mínimo al valor de mercado de los activos reutilizados más una prima."

Asimismo, ISLA propone atender a los recogidos en los subapartados (i) y (j) del párrafo (43) de la Sección XII – "*Gestión de las garantías en las operaciones con instrumentos financieros derivados OTC y técnicas de gestión eficiente de la cartera*" de las "*Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM*"²⁴.

A mayor abundamiento, tanto el Artículo 15 del Reglamento (UE) 2015/2365 del Parlamento Europeo y del Consejo de 25 de noviembre de 2015 sobre transparencia de las operaciones de financiación de valores y de reutilización como el Real Decreto-Ley 5/2005, de 11 de marzo, regulan ya la reutilización de instrumentos financieros recibidos bajo un acuerdo de garantía.

6.3. ¿Deben regularse las actuaciones de las IICs ante las consecuencias de la ejecución de las garantías en su política de inversión o composición de su patrimonio?

En esta cuestión, el Acuerdo Marco Global (versión 2010) establece, para las partes del mismo, el régimen que aplicaría a las garantías en el caso de incumplimiento del prestatario. En este sentido, ISLA considera que no es necesaria una regulación prescriptiva de las

²³ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/es/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0091>

²⁴ <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2014-0011-01-00-enes.pdf>

consecuencias de la ejecución de las garantías.

7. Otras cuestiones relativas al contrato de préstamo

7.1. ¿Debe regularse el ejercicio de los derechos económicos asociados a los valores cedidos?

No, esta cuestión ya está contemplada en el Acuerdo Marco Global (versión de 2010).

En este sentido, ISLA considera que esta cuestión debe dejarse a la regulación de las partes en los términos del referido Acuerdo Marco Global (versión 2010) y el Acuerdo Marco Global de Préstamo de Valores – Garantías sobre Colateral (2018)²⁵, de modo particular conforme a sus disposiciones sobre la transmisión de la propiedad de los valores prestados.

7.2. ¿Deben regularse otras cuestiones como la posible contratación de agentes especializados o la imputación de gastos relativos al préstamo de valores a las IICs?

Las "Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM" establecen en sus párrafos (28) y (29) que:

"El OICVM comunicará en su folleto la política en relación con los costes y comisiones operativas directas e indirectas derivadas de las técnicas de gestión eficiente de la cartera que puedan deducirse de los ingresos obtenidos por el OICVM. Estos costes y comisiones no incluirán ingresos ocultos. El OICVM deberá revelar la identidad de las entidades a las que se abonen estos costes y comisiones directas e indirectas e indicar si se trate de partes vinculadas con la sociedad gestora del OICVM o el depositario." y

"Todos los ingresos derivados de las técnicas de gestión eficiente de la cartera, netas de costes operativos directos e indirectos, deberán devolverse al OICVM. "

Hay varios modelos de operativa en los que participan agentes especializados en el mercado de préstamo de valores que deberían tenerse en cuenta en la normativa propuesta:

- Préstamo Directo – La(s) persona(s) apoderada(s) para prestar los valores de la IIC es un empleado suyo o de una entidad de su grupo.
- Préstamo Intermediado por una entidad depositaria – La mayoría de los grandes depositarios ofrecen, para sus clientes de depositaria, servicios de intermediación para operaciones de préstamo de valores. En este modelo, el depositario de los OICVM es apoderado para prestar los valores de los OICVM a los prestatarios.
- Préstamo Intermediado por terceros – Se apodera como agente de préstamos de valores a un tercero independiente, no vinculado con el gestor de activos ni con el depositario de los OICMV.

²⁵ Una copia del cual se adjunta a la contestación a esta Consulta.

Al igual que las comisiones por otros servicios de gestión de las inversiones, las comisiones vinculadas a la operativa de préstamo de valores se negocian entre las partes, teniendo en cuenta varios factores. Resulta necesario, por tanto, que las operaciones de préstamo de valores se traten de la misma manera que otros productos de los mercados de capitales, de forma tal que las comisiones puedan ser negociadas entre las partes afectadas.

Asimismo, es importante tener en cuenta que las comisiones vinculadas a la operativa de préstamo de valores no se deducen de los activos de los OICVM. Al contrario, las comisiones pagadas al agente se deducen de los ingresos brutos adicionales generados por las operaciones de préstamo de valores. Los programas de préstamo de valores ofrecidos por los agentes difieren en el nivel de servicio, la protección del inversor y los rendimientos generados, estableciéndose, en consecuencia, diferentes niveles de comisiones según las características de los servicios prestados.

8. Requisitos relativos a la política de préstamo de valores de las IICs

- 8.1. En relación con el límite del valor efectivo de los valores prestados sobre el total del patrimonio de las IICs, ¿qué porcentaje consideraría adecuado?

ISLA considera que, en vez de establecer requisitos específicos a nivel español, sería preferible alinearse con la normativa europea sobre OICVM, así como con las directrices que AEVM emita sobre la materia.

- 8.2. ¿Deben especificarse otras salvaguardas en relación con la política de inversión o las solicitudes de reembolso? En su caso, ¿cuáles?

El párrafo 34 de las "*Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM*" establece que los OICVM deben tener en cuenta las medidas en materia de técnicas para una gestión eficiente de la cartera (Sección X de dichas Directrices) al desarrollar sus procedimientos de gestión del riesgo de liquidez, con el fin de asegurar que podrán cumplir en todo momento sus obligaciones de reembolso. Dichas medidas incluyen, asegurarse de que tienen la facultad de poder reclamar los valores o declarar el vencimiento de los correspondientes préstamos.

- 8.3. ¿Qué grado mínimo de diversificación de contrapartidas debería exigirse?

Con carácter general, los activos recibidos por los OICVM en el marco de la implementación de técnicas de gestión eficiente de la cartera son tratados como una garantía:

Así, el párrafo 43 (e) de las "*Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM*" detalla los requisitos de diversificación de garantías (*concentración de activos*), de la siguiente manera:

"Diversificación de garantías (concentración de activos) – las garantías deben estar suficientemente diversificadas en cuanto a países, mercados y emisores. El criterio de diversificación suficiente con respecto a la concentración a nivel emisor se considerará cumplido si el OICVM recibe de una contraparte de técnicas de gestión eficiente de la cartera

y de instrumentos financieros derivados OTC, una cesta de garantías con una exposición máxima a un determinado emisor del 20 % del patrimonio. Si los OICVM están expuestos a distintas contrapartes, las distintas cestas de garantías deben agregarse para calcular el límite del 20 % de exposición a un mismo emisor. No obstante lo dispuesto en el presente subapartado, un OICVM podrá estar totalmente garantizado en distintos valores mobiliarios e instrumentos del mercado monetario emitidos o garantizados por un Estado miembro, una o más de sus autoridades locales, un tercer país, o un organismo público internacional del que forman parte uno o más Estados miembros. Dicho OICVM podrá recibir valores correspondientes de por lo menos seis emisiones diferentes, sin que los valores de una misma emisión puedan exceder del 30 % del valor liquidativo del OICVM. Los OICVM que pretendan estar garantizados completamente en valores emitidos o garantizados por un Estado miembro deberán comunicar este hecho en el folleto del OICVM. Deberán identificar asimismo a los Estados miembros, las autoridades locales o los organismos públicos internacionales que emiten o garantizan valores que los mismos pueden aceptar como garantías por un valor que excede del 20 % de su valor liquidativo."

En consecuencia, ISLA considera que no debe exigirse en la regulación un determinado grado de diversificación a nivel contrapartida sino al nivel del emisor. No obstante, es importante destacar que una dependencia excesiva en un número limitado de prestatarios, o un conjunto limitado de valores puede conllevar para el prestamista un riesgo de concentración en su exposición. A los efectos de mitigar este riesgo, los prestamistas deben velar por una adecuada diversificación de sus actividades de préstamo de valores entre múltiples prestatarios y valores y, por tanto, evitar una exposición excesiva a una sola contrapartida o valor.

- 8.4. En cuanto a los procedimientos de control interno que deberán tener las sociedades gestoras y, en su caso, las sociedades de inversión en relación con el préstamo de valores, seleccione los ámbitos que deberían abarcar estos procedimientos:

<input type="checkbox"/>	Selección de contrapartidas
<input type="checkbox"/>	Suficiencia y diversificación de las garantías
<input type="checkbox"/>	Operaciones vinculadas
<input type="checkbox"/>	Otros

El Artículo 11 de la Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007²⁶ exige que los riesgos derivados de la aplicación de técnicas e instrumentos que tienen por objeto una gestión eficiente de la cartera sean tenidos en cuenta en los procedimientos de gestión de

²⁶ [Directiva 2007/16/CE de la Comisión, de 19 de marzo de 2007, que establece disposiciones de aplicación de la Directiva 85/611/CEE del Consejo por la que se coordinan las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas sobre determinados organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios \(OICVM\) en lo que se refiere a la aclaración de determinadas definiciones.](#)

riesgo de los OICVM, siendo esto responsabilidad del gestor de los activos.

En este mismo sentido, el párrafo (27) de las "*Directrices de la AEVM para las autoridades competentes y sociedades gestoras de OICVM*" establece:

"De acuerdo con el párrafo 24 de las Directrices sobre Activos Aptos para la Inversión por las OICVM²⁷, las técnicas e instrumentos relativos a los instrumentos del mercado monetario y valores transferibles no deben:

a) dar lugar a un cambio en el objetivo de inversión declarado del OICVM; ni

b) añadir riesgo adicional sustancial respecto a la política de riesgo original descrita en sus documentos de venta."

ISLA apoya un uso responsable de la operativa de préstamo de valores y ha trabajado continuamente con un amplio grupo de participantes del mercado para promover las mejores prácticas y la inclusión en los contratos de préstamo de valores de las políticas de gobierno corporativo en materia del ejercicio de los derechos de voto asociados a aquéllos.

En noviembre de 2021, junto con otras asociaciones representantes de la industria de los préstamos de valores a nivel regional, ISLA publicó una guía sobre Prácticas de Votación y Compromiso de los Accionistas²⁸. Asimismo, el Código de Mercados Monetarios del Banco de Inglaterra, al que se ha hecho referencia con anterioridad, establece prácticas para el ejercicio de los derechos de voto en el marco de operaciones de préstamo de valores y, en su Capítulo 4, dispone que se considera una buena práctica no pedir prestados valores con el propósito principal de ejercer derechos de voto.

Tal y como ya se ha mencionado anteriormente, la Cláusula 14(e) sobre Garantías de los prestatarios del Acuerdo Marco Global²⁹ también dispone que cada parte declare a la otra que "cuando actúe como prestatario: éste no está contratando el Préstamo con el objetivo principal de obtener o ejercer derechos de voto respecto a los Valores Prestados".

²⁷ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/07_044b.pdf

²⁸ <https://www.islaemea.org/thought-leadership/gasla-best-practice-voting-guide/>

²⁹ https://www.islaemea.org/wp-content/uploads/2019/03/GMSLA_2010_amendments_July_2012-1.pdf