

# REPOS Y OPERACIONES SIMULTÁNEAS: ESTUDIO DE LA NORMATIVA

Ignacio Iglesias Araúzo  
y Jaime Esteban Velasco

# REPOS Y OPERACIONES SIMULTÁNEAS: ESTUDIO DE LA NORMATIVA

Ignacio Iglesias Araúzo  
y Jaime Esteban Velasco (\*)

(\*) Tenemos una deuda de gratitud con los participantes en la reunión mensual de mercados de deuda pública, de la Oficina de Operaciones, donde se discutió este documento. Todos los errores que puedan permanecer son de nuestra exclusiva responsabilidad.

Banco de España - Servicio de Estudios  
Documento de Trabajo nº 9518

El Banco de España al publicar esta serie pretende facilitar la difusión de estudios de interés que contribuyan al mejor conocimiento de la economía española.

Los análisis, opiniones y conclusiones de estas investigaciones representan las ideas de los autores, con las que no necesariamente coincide el Banco de España.

ISBN: 84-7793-389-8

Depósito legal: M-14634-1995

Imprenta del Banco de España

## **RESUMEN**

Durante los últimos años, el volumen de operaciones dobles con deuda pública en España ha crecido significativamente. Estas operaciones han proporcionado un alto grado de liquidez al mercado secundario de valores públicos. En nuestro país coexisten dos tipos de operaciones dobles con características semejantes, no siempre fácilmente delimitables: las operaciones simultáneas y las operaciones repo.

En este trabajo, se analiza la normativa que regula ambas modalidades, tanto desde la óptica de su régimen jurídico como de sus implicaciones contables y fiscales. Su comparación permite concluir que existe una casi total identidad jurídica, fiscal y contable entre ambas operaciones. Las diferencias existentes surgen del distinto tratamiento por parte de la Central de Anotaciones y de las cautelas introducidas en la regulación del segmento de negocio con terceros.



## **Í N D I C E**

- 1. INTRODUCCIÓN**
- 2. CONCLUSIONES**
- 3. REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES DOBLES CON DEUDA PÚBLICA**
  - 3.1. La Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda Pública.
  - 3.2. Marco jurídico.
    - 3.2.1. Aspectos comunes a repos de deuda y operaciones simultáneas.
    - 3.2.2. Diferencias entre ambos tipos de operación.
  - 3.3. El sistema de resolución de incidencias.
  - 3.4. Particularidades del negocio con terceros.
    - 3.4.1. Marco jurídico.
    - 3.4.2. Cuestiones relativas a la gestión de terceros por las entidades gestoras.

#### **4. ASPECTOS CONTABLES Y FISCALES**

- 4.1. Contabilización de las operaciones dobles con deuda pública por parte de las entidades de crédito.
- 4.2. Coeficientes obligatorios.
- 4.3. Contabilización en el caso de entidades no financieras.
- 4.4. Otros aspectos contables.
- 4.5. Fiscalidad.

#### **5. IMPLICACIONES DEL CAMBIO EN LA OPERATORIA DE INTERVENCIÓN POR PARTE DEL BANCO DE ESPAÑA**

#### **6. IMPLICACIONES ECONÓMICAS**

**ANEJO:** Relación de la legislación básica sobre el mercado de deuda en anotaciones en cuenta.

## 1. INTRODUCCIÓN

El fuerte desarrollo de los mercados de operaciones dobles con deuda pública en la década de los noventa y la coexistencia de dos modalidades distintas de operatoria en dobles han aconsejado llevar a cabo un estudio sistemático de este tipo de operaciones en el mercado español. Con ello se pretende, por una parte, realizar una delimitación clara de los aspectos diferenciales que presentan ambas y, por otra, analizar la coexistencia de dos mercados que, en principio, están destinados a satisfacer el mismo tipo de necesidades.

Desde la creación de los pagarés del Tesoro, en 1983, los repos con valores de deuda pública han sido la herramienta utilizada por las entidades de crédito para obtener financiación mediante la aportación de valores en garantía. Posteriormente, el aumento de la participación de no residentes en el mercado de deuda pública español y la agilización de la operativa a plazo con valores públicos determinaron el nacimiento de un mercado de operaciones simultáneas.

Los repos, que eran el cauce normal de formalización de las operaciones dobles, presentan el problema de su especificidad, en el sentido de que las restricciones a la transmisibilidad de los valores adquiridos temporalmente de esa forma no existen en otros mercados. Por ello, las operaciones dobles realizadas por no residentes en deuda pública no fueron significativas hasta que la eliminación de los obstáculos para operar a plazo les permitieron realizar operaciones simultáneas, en las que la disponibilidad de los saldos si es plena.

El fuerte crecimiento del saldo de no residentes y la transmisión de la operativa de estos al mercado entre titulares han impulsado un aumento espectacular de los volúmenes cruzados mediante operaciones simultáneas, tanto en el mercado entre titulares cuanto en el mercado con terceros. En el mismo período, las operaciones repo, realizadas fundamentalmente por agentes residentes y relacionadas con el sistema de suministro de liquidez al mercado por parte del Banco de España, también han crecido de forma importante, aunque más continua.



El objeto del presente estudio consiste en detallar las diferencias existentes en la contratación con deuda pública anotada de ambos tipos de operación, desde las ópticas jurídica, contable, fiscal y económica (puntos 3 a 6). Las conclusiones que se derivan de todo el trabajo realizado se exponen en el punto 2, con el objetivo de que sirvan de resumen y guía para la lectura del documento.

A lo largo del trabajo, por último, se utilizará el término **repos** para denominar las operaciones dobles sometidas a restricciones en la transmisibilidad de los valores adquiridos temporalmente. El término **operaciones simultáneas** se referirá a las operaciones dobles compuestas por dos operaciones de compraventa de signo contrario que no comporten traba alguna para los valores intercambiados. Finalmente, los términos **operaciones dobles** y **compraventas con pacto de retrocesión no opcional** aluden indistintamente a los dos tipos de operaciones.

## 2. CONCLUSIONES

A la luz del análisis realizado, las conclusiones fundamentales del estudio de las diferencias y analogías entre las operaciones repo y las operaciones simultáneas son las siguientes:

1. Las dos formas de contratación siguen el régimen jurídico de la compraventa, existiendo una traslación efectiva de la plena propiedad de los valores junto a un pacto de retracto no opcional, con idénticos efectos en ambas.
2. Sus diferencias se refieren únicamente a la distinta disponibilidad de los valores adquiridos que impone la normativa sobre deuda anotada. Mientras que en la operación simultánea la disponibilidad de los valores es plena, en el repo está restringida por la Central.
3. Las posibilidades de incumplimiento al vencimiento de una y otra operación son distintas. Mientras que para la operación simultánea existe un riesgo de incumplimiento por las dos partes,

por inexistencia de efectivo o de valores, para el repo, salvo caso excepcional, el incumplimiento surge solo de la inexistencia de efectivo en la cuenta del vendedor-comprador.

4. En ambas operaciones, el incumplimiento por las partes en una situación no concursal podría resolverse con la aplicación del procedimiento previsto de resolución de incidencias, tanto por el lado del efectivo como por el de los valores. En los dos casos, la posición del que no incumple queda garantizada.
5. El incumplimiento motivado por una situación concursal no da lugar a la aplicación del procedimiento de resolución de incidencias. En este caso, las garantías que incluyen ambas modalidades de contratación determinan la anulación de la segunda operación en el contrato doble, reputándose la primera como realizada a vencimiento. Las consecuencias son idénticas tanto para el repo como para la simultánea.
6. Existen diferencias entre los repos de deuda y las operaciones simultáneas en el negocio al por menor, que se centran en la posibilidad de contratar con terceros repos a la vista, la imposición de un importe mínimo para la contratación de operaciones a plazo con terceros y la existencia de una mayor protección en las situaciones concursales de los terceros que contratan operaciones repo. Además, en el negocio de las gestoras con terceros no existe la posibilidad de que se produzcan descubiertos de valores surgidos de operaciones repo.
7. El tratamiento contable de este tipo de operaciones por las entidades financieras es idéntico. Por tanto, el sometimiento a coeficientes y su régimen fiscal también lo es.
8. En el caso de las empresas no financieras, no existe una regulación precisa y vinculante sobre el tratamiento contable de estas operaciones.

9. La Central de Anotaciones concibe los movimientos de valores debidos a operaciones dobles como una traslación de la propiedad de estos. En cambio, la normativa contable les da un tratamiento más cercano al recibido por los préstamos con garantía de valores.
10. Parece haber existido una cierta influencia de la intervención del Banco de España en el resto del mercado, estimulando la negociación en el tipo de operación que utiliza.
11. En definitiva, existe una total identidad jurídica, fiscal y contable entre ambas operaciones. Las diferencias existentes surgen del distinto tratamiento por parte de la Central de los saldos adquiridos vía repo o vía simultánea.

A la vista de lo anterior, cabe cuestionar la permanencia de dos áreas diferenciadas en el mercado de operaciones dobles entre titulares, por cuanto la segmentación entre repos y simultáneas no incorpora en este caso ninguna ventaja que justifique la compartimentización del mercado. La superación de dicha segmentación se podría llevar a cabo mediante la eliminación de la restricción a la disponibilidad de los saldos adquiridos temporalmente por los titulares de cuenta, o bien simplemente esperando a que la propia evolución del mercado se decante hacia las operaciones simultáneas, que proporcionan mayor agilidad. Esta segunda alternativa podría verse facilitada por los cambios introducidos en la operatoria del Banco de España, consistentes en la sustitución de las operaciones repo por simultáneas.

En el negocio al por menor, subsisten algunas diferencias de relativa importancia entre ambos tipos de operaciones. Por ello, una hipotética unificación de las operaciones repo y las simultáneas debería ofrecer respuesta a aspectos tales como el control efectivo de los saldos de terceros por las gestoras, la exigencia o no de formalización de los contratos y la consideración jurídica que han de tener las operaciones de mera financiación de carteras por terceros.

### **3. REGULACIÓN DE LAS OPERACIONES DOBLES CON DEUDA PÚBLICA**

Para acometer la delimitación de los derechos y obligaciones que configuran tanto las operaciones repo con deuda pública cuanto las denominadas **operaciones simultáneas** con este mismo activo, puede resultar conveniente hacer una breve referencia al funcionamiento de la Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado como sistema de registro y soporte de la negociación de los valores públicos.

Posteriormente, se realizará una descripción de ambos tipos de operaciones, que conducirá a la conclusión de que ambas generan las mismas consecuencias jurídicas desde el punto de vista del establecimiento de derechos de propiedad, y de que las diferencias existentes son fruto del distinto tratamiento a que somete la Central, en virtud de lo dispuesto en la normativa, a los saldos de las cuentas que han recogido valores procedentes de una y otra operación.

Finalmente, se describirán las posibilidades reales de existencia de operaciones dobles fallidas en el sistema de la Central, supuesto en el que podrían surgir también diferencias entre los dos tipos de operaciones dobles. Desde una breve exposición del sistema de resolución de incidencias en el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y del funcionamiento del sistema de compensación y liquidación de valores de la Central, se concluirá lo improbable de este supuesto. También se hará una referencia a las particularidades del negocio con terceros.

#### **3.1. La Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda Pública**

En primer lugar, hay que reseñar que la deuda que se negocia en la Central esta representada en anotaciones en cuenta, en el sentido de que los derechos de cobro que comporta están sustentados tan solo por registros en ella<sup>(1)</sup>.

---

<sup>(1)</sup> Tanto es así, que, según el art.9 de la Ley del Mercado de Valores, "el tercero que adquiere a título oneroso valores representados por anotaciones en cuenta no estará sujeto a reivindicación a no ser que concurren dolo o culpa grave". La trascendencia de este precepto legal es importante: aunque la anotación no constituye propiedad, se convierte en

En segundo lugar, no existe en la Central diferenciación individual de las anotaciones de una misma emisión. Esto implica, por una parte, que, dentro de la misma referencia, los valores son plenamente fungibles (en el sentido de intercambiables), y, por otra, que los titulares de cuentas y los terceros mantienen solo saldos de valores en cada una de las referencias, que en todo caso significan la titularidad de un número de valores igual al importe del saldo dividido por el valor nominal de los títulos.

En tercer lugar, la forma de operar de la Central<sup>(2)</sup> hace que, una vez realizadas las comunicaciones de una operación a plazo o de un repo de valores, la anotación de esta operación en la fecha correspondiente solo pueda ser detenida mediando el consentimiento de ambas partes, que en último término tomarían la posición contraria, o por la inexistencia en las cuentas de los contratantes de los valores a transmitir (solo posible en el caso de las operaciones a plazo) o del efectivo que se ha de entregar.

Por último, la Central no es una mera registradora de la deuda pública. En algunos casos, su modo de actuación refuerza el cumplimiento de las obligaciones. Esto es así, por ejemplo, en la ya descrita imposibilidad de incumplimiento voluntario de un contrato no perfeccionado por una de las partes, así como en la operatoria de los repos (en los que, como establece el art.8.2 del RD 505/87 y la norma séptima de la circular del Banco de España 16/1987<sup>(3)</sup>, la Central impide que los valores recibidos en el repo

---

un medio privilegiado para probarla, que, en el caso del adquirente de buena fe, no admite prueba en contrario.

<sup>(2)</sup> Establecida, fundamentalmente, en el RD 505/87 y en la Circular del Banco de España 16/1987.

<sup>(3)</sup> Así, en párrafo tercero de la norma séptima, 2 de la Circular del Banco de España 16/1987 se establece, en relación con los repos de deuda: "La parte compradora en las operaciones detalladas en este epígrafe adquiere la titularidad del valor objeto de la operación; por consiguiente, hasta la fecha del compromiso, podrá efectuar, a su vez, operaciones con pacto de recompra en las que el mismo no exceda la fecha del anterior".

sean transmitidos a vencimiento o a un plazo superior al del propio repo<sup>(4)</sup>).

### 3.2. Marco jurídico

La delimitación de los derechos y obligaciones que conforman tanto los repos de activos cuanto las denominadas **operaciones simultáneas** se desprende de lo dispuesto por la Ley de Mercado de Valores de 1988, el RD 505/87, la regulación realizada en diversas circulares del Banco de España y el Derecho Común aplicable a ellas.

Los repos de deuda están definidos, no solo por el RD 505/87, sino también por la norma séptima de la circular del Banco de España 16/1987, que establece: "... en estas operaciones (los repos), el titular de los derechos los vende hasta la fecha de amortización a un precio establecido en el momento de la contratación, conviniendo con el comprador simultáneamente la recompra de derechos de la misma emisión y por igual valor nominal en una fecha intermedia entre la de la venta y la de la amortización más próxima".

No existe, por el contrario, ninguna definición explícita de las operaciones simultáneas en la normativa citada, y solo se realiza mención de su existencia en la circular del Banco de España 8/1991. Su caracterización debe, pues, remitirse a la regulación de las dos operaciones que la componen: en general, una compraventa al contado y

---

<sup>(4)</sup> Sin embargo, esta disposición no garantiza el cumplimiento del contrato si el vendedor-comprador no tiene saldo de efectivo suficiente. En efecto, si un adquirente de valores vía repo (B) cede, a su vez, los valores en los términos en que le está permitido hacerlo (a un plazo menor), y, llegado el vencimiento de esta segunda cesión temporal, no tuviese efectivo para recuperarlos, esta segunda cesión se consideraría operación a vencimiento. Por tanto, en principio, el primer cedente(A) podría no recuperar sus valores, ya que la contraparte de la primera operación no ha podido entregar el efectivo que los habría hecho volver a su cuenta. El efecto final sería que para el primer cedente no desaparece totalmente el riesgo de valores. La materialización de este supuesto depende, en gran medida, del sistema de resolución de incidencias de las liquidaciones de valores y efectivos, que se comentará más adelante.

una compraventa a plazo<sup>(5)</sup>, realizadas ambas por el mismo nominal y para la misma referencia por los mismos agentes, que asumen en la operación a plazo la posición contraria a la que hayan asumido en la operación al contado<sup>(6)</sup>.

Se está, por tanto, ante dos formas contractuales distintas: el repo de deuda consiste en un solo contrato cuyo alcance está definido específicamente por la legislación, mientras que la operación simultánea es, por su parte, una composición de dos contratos definidos separadamente en el RD 505/87 y en la circular 16/87<sup>(7)</sup>.

### **3.2.1. Aspectos comunes a repos de deuda y operaciones simultáneas**

Ahora bien, aunque distintos desde el punto de vista contractual, los conjuntos de derechos y obligaciones encuadrados en cada una de estas operaciones son muy similares:

---

<sup>(5)</sup> Una operación simultánea también podría estar compuesta por dos operaciones de contado o a plazo. En estos casos y a efecto de este estudio, la operación de contado será la primera, y la operación a plazo, la segunda.

<sup>(6)</sup> La norma séptima, 1, de la Circular BE 16/1987 define las compraventas al contado como "...aquellas en las que se transmite un importe nominal de un valor determinado por un importe efectivo". Por su parte, la norma segunda, 1, de la Circular BE 12/1988 define las operaciones a plazo como "...aquellas en las que entre la fecha de contratación y la fecha convenida para la ejecución del contrato median, al menos, cinco días hábiles".

La Circular BE 8/1991 realiza una identificación de las operaciones simultáneas en el primer párrafo de su norma primera, al aludir a "...compraventas al contado o a plazo contratadas simultáneamente con otras, de sentido contrario, que tengan por objeto importes nominales iguales de la misma referencia".

<sup>(7)</sup> Es importante reseñar cómo, dentro de una simultánea, las operaciones de contado y de plazo que la componen, aunque presenten una ligazón económica evidente, no están relacionadas desde el punto de vista jurídico. La obligación de comunicar a la Central estas operaciones como tales no implica, por tanto, más que una obligación de suministro de información de relevancia económica al Banco de España, sin que el régimen jurídico aplicable a dicha operación modifique el aplicable a las operaciones de contado y plazo que la componen. En consecuencia, la no notificación de una operación simultánea como tal no sometería a los saldos de los agentes contratantes a un orden jurídico distinto de la notificación.

1. En ambas operaciones existe un comprador-vendedor, que en la primera transacción recibe una cantidad de valores y entrega efectivo a cambio , y en la segunda recibe el efectivo y entrega los valores anteriormente adquiridos.
2. Un solo agente (vendedor-comprador) se constituye en contraparte de las dos transacciones con el comprador-vendedor.
3. El desarrollo normal de ambas operaciones es el mismo: el comprador-vendedor adquiere del vendedor-comprador unos valores en propiedad y le entrega efectivo a cambio. Llegado el vencimiento de la segunda transacción, se realiza la operación contraria. Del juego de precios de ambas transacciones se derivan el interés que debe pagar el vendedor-comprador por la financiación obtenida y el precio que debe pagar el comprador-vendedor por disfrutar de la propiedad de los valores durante el tiempo de vigencia de la operación doble.
4. Las dos formas de contratar siguen el régimen jurídico de la compraventa, lo que excluye la aplicabilidad del régimen del préstamo con garantía de valores del Código de Comercio<sup>(8)</sup>. Esto las habilita para ser operaciones de un mercado secundario oficial de valores<sup>(9)</sup>. La traslación de la propiedad en ambas operaciones implica que el comprador-vendedor tiene derecho a

---

<sup>(8)</sup> Figura que también se puede producir con los valores anotados en cuenta, y que se rige por los arts. 320 y ss. del Código de Comercio (sin embargo, según el art.36 de la LMV, no tendría la consideración de operación de mercado secundario oficial).

<sup>(9)</sup> El art.36 de la LMV dispone: "tendrán la consideración de operaciones de un mercado secundario oficial las transmisiones por título de compraventa de los valores admitidos a cotización en dicho mercado". El art.37 de la misma ley establece, por su parte, que "la transmisión a título oneroso por título distinto del de compraventa y (...) no tendrán la consideración de operaciones del mismo. No obstante, deberán notificarse a los organismos rectores del correspondiente mercado (...) en la forma que reglamentariamente se determine".



cobrar los cupones que se devenguen durante el plazo de vigencia de la operación<sup>(10)</sup>.

Desde el punto de vista de sus consecuencias jurídicas, ambas operaciones revisten, pues, características de identidad, si se exceptúa la distinta disponibilidad de los valores obtenidos de una y otra forma, que se deriva, según se tratará, solo de la forma de actuar que establece la normativa vigente para la Central. En concreto, se puede afirmar que, tanto en los repos de deuda cuanto en las operaciones simultáneas, se produce una traslación efectiva de la plena propiedad de los valores, existiendo también en ambos casos un pacto de retracto no opcional, con efectos idénticos. La traslación de la propiedad de los valores implica, por otra parte, y también en ambos casos, la transmisión al comprador-vendedor del derecho a cobrar los cupones cuya satisfacción se produzca dentro del período de vida de la operación doble.

Existe otra similitud reseñable, relativa al funcionamiento de las garantías que incorporan las operaciones dobles, en caso de que cualquiera de las dos partes se vea inmersa en un proceso de quiebra o suspensión de pagos en el período que media desde la primera a la segunda transacción (caso de impago por insolvencia o iliquidez). Los efectos serán los mismos para la contraparte en cualquiera de los dos tipos de operaciones. En efecto: nos encontraremos con contratos bilaterales que, si los gestores de la situación concursal deciden no atender, la contraparte puede entender resueltos (art. 883 del Código de Comercio y art. 1124 del Código Civil<sup>(11)</sup>), pudiendo, además, esta exigir la indemnización de

---

<sup>(10)</sup> La norma séptima, 2, de la Circular BE 16/1987 dispone, en su párrafo cuarto: "en las operaciones objeto de este epígrafe (operaciones repo) la central de anotaciones abonará al titular de los saldos (comprador-vendedor) los intereses cuyo vencimiento se produzca dentro del período de vigencia del compromiso pactado".

<sup>(11)</sup> El art. 883 del Código de Comercio establece que "...en virtud de la declaración de quiebra se tendrán por vencidas a la fecha de la misma las deudas pendientes del quebrado". Por otra parte, la ley establece que en las obligaciones recíprocas (esto es, aquellas en las que las dos partes estén obligadas a algo, como son las nacidas de la concertación de una operación doble con deuda pública) el incumplimiento por parte de uno de los contratantes (sería el caso de que los gestores de la situación concursal decidiesen no efectuar el pago de efectivo o de valores) faculta a la

daños y perjuicios que, de resultar firme, les incorporaría a los acreedores comunes de la masa de la quiebra o bien al convenio resultante del expediente de suspensión de pagos.

Hay que resaltar que, en el caso expuesto, es el buen funcionamiento del ordenamiento jurídico lo que se impone, en el sentido de que el resultado final (se asigna a una deuda la garantía específica que esta tiene y se cubre la parte no cubierta por dicha garantía con el resto de la masa de bienes del concursado, concurriendo de forma proporcional con el resto de acreedores), está de acuerdo con la inspiración de la regulación de la quiebra y la suspensión de pagos.

### **3.2.2. Diferencias entre ambos tipos de operación**

Como ya se ha anticipado, la diferencia fundamental entre los repos de deuda y las simultáneas consiste en que, mientras que la disponibilidad de los valores adquiridos mediante simultánea es plena, la disponibilidad de los valores adquiridos mediante un repo está restringida por la norma séptima, 2, de la circular 16/87. En ella establece que, en los repos, el comprador-vendedor puede efectuar con los valores obtenidos, hasta la fecha del compromiso, operaciones con pacto de recompra en que el mismo no exceda la fecha del anterior<sup>(12)</sup>.

Así, mientras que los valores adquiridos en simultánea engruesan el saldo de la cuenta del comprador-vendedor sin ningún tipo de limitación (ya que la operación a plazo no impone ningún tipo de restricción a la

---

contraparte para incumplir a su vez. Así, en el art.1124 del Código Civil se regula que: "la facultad de resolver las obligaciones se entiende implícita en las recíprocas, para el caso de que uno de los obligados no cumpliera lo que le incumbe. El perjudicado podrá escoger entre exigir el cumplimiento o la resolución de la obligación, con el resarcimiento de daños y el abono de intereses en ambos casos".

<sup>(12)</sup> Ver nota 3.

transmisibilidad de los valores)<sup>(13)</sup>, en el caso del repo los saldos que se adquieren lo son a título temporal. Esto implica que la Central debe impedir que el comprador-vendedor se quede durante la vida de la operación en situación de descubierto con respecto al retractor pactado. Para ello, debe garantizar en todo momento que la cuantía por devolver no exceda las tenencias seguras de deuda por parte del agente en la fecha de vencimiento (valores sostenidos a vencimiento sumados a los valores que se recuperarán de repos con plazo de vencimiento de la segunda operación anterior a esa fecha).

Una consecuencia reseñable de todo lo anterior es que, si bien un valor adquirido en simultánea puede ser transmitido en repo, lo contrario no es posible. Por ello, las operaciones simultáneas revisten para el comprador-vendedor mayor flexibilidad que las cesiones temporales.

Existe otra diferencia, que justifica el uso de los repos en la actividad entre las entidades gestoras y sus terceros residentes y que radica en la obligatoriedad de que las operaciones a plazo con terceros (y por ello las simultáneas) sean de una cuantía superior a los 100 millones de pesetas (norma primera de la Circular 8/1991)<sup>(14)</sup>. Esta disposición, unida a las tradicionales restricciones de la operatoria a plazo con terceros y a la posibilidad de realizar con terceros operaciones repo a la vista, y no solo a fecha fija<sup>(15)</sup>, ha determinado la preferencia de los terceros residentes por los repos.

---

<sup>(13)</sup> Como se desprende de las Circulares BE 12/1988 y 8/1991, se deben entender como restricciones a la transmisibilidad, en este caso, cualesquiera disposiciones que obliguen a la entidad participante en la operación a plazo a mantener durante el transcurso de este algún saldo en valores o efectivo que actúe, de alguna forma, como garantía del cumplimiento de la operación.

<sup>(14)</sup> El párrafo segundo de la citada norma establece que, en las operaciones a plazo con terceros, "...el plazo que medie entre la fecha de contratación y la de ejecución (...) habrá de ser superior a cinco días hábiles, y el importe nominal contratado no será inferior a cien millones de pesetas".

<sup>(15)</sup> Orden Ministerial de 19/5/87 y Circular del BE 16/1987, de 19 de mayo.

Por otra parte, la inexistencia en el extranjero de una operación similar al repo y la generalización, en gran parte de las plazas internacionales, de operaciones dobles cuya configuración es próxima a la de las simultáneas justifican el éxito que entre terceros no residentes han encontrado estas últimas<sup>(16)</sup>.

Haciendo, pues, una breve reflexión sobre el significado de la diferencia fundamental entre ambas operaciones -esto es, la distinta disponibilidad de los valores obtenidos de una y otra forma-, es necesario aclarar que, puesto que los valores de una misma referencia son plenamente fungibles dentro de la Central, no existe la posibilidad de que sean unos valores determinados los afectos a las restricciones a la transmisibilidad en las operaciones repo.

Por ello, lo afectado por la restricción son los saldos de los agentes participantes, que, desde el momento en que se contrata la operación, deben cumplir unos determinados requisitos ( en resumen, y dentro de la referencia contratada, el saldo a vencimiento del comprador-vendedor sumado a los valores que le retornarán hasta el día del retractor de la operación no debe ser nunca inferior al volumen en valores que se ha de transmitir en el mencionado retractor). Para el seguimiento de estos requisitos, la Central se ayuda con la diferenciación dentro de los saldos de los agentes entre saldos temporales y a vencimiento<sup>(17)</sup>.

---

<sup>(16)</sup> Para una descripción de las operaciones dobles en distintos países, véase Quirós Romero, Gabriel: "Operación de provisión o préstamo de valores públicos. Comparación internacional". ANÁLISIS FINANCIERO, Nº 63.

<sup>(17)</sup> Nótese que la diferenciación entre saldos temporales y a vencimiento es meramente operativa, no señalando, de hecho, la existencia real de dos tipos de saldos en cada referencia a efectos de la propiedad de los valores. La entidad es propietaria por igual de los valores incluidos en ambos tipos de saldos, y las limitaciones a la transmisibilidad pesan sobre el conjunto de ellos. Se podría decir que la existencia de saldos en firme y temporales es, desde el punto de vista jurídico, una herramienta con la que la Central se ayuda en la gestión de los repos.

Otra diferencia importante entre los repos de deuda y las simultáneas radica en los distintos modos de incumplimiento que unas y otras permiten, así como en el alcance de las garantías que las dos operaciones conllevan.

La remisión de ambas operaciones al régimen de la compraventa implica que cualquiera de los dos tipos de operación doble comporta dos negocios jurídicos para el perfeccionamiento de cada una de sus transacciones: por una parte, el contrato de compraventa, que obliga con carácter personal a las partes a realizar la entrega de la cosa, y, por otra, la propia entrega, que implica el nacimiento del derecho real de propiedad. La regulación aplicable al caso será, además de la específica, el conjunto de disposiciones que sobre la compraventa y sobre el cumplimiento de las obligaciones en general se encuentra en el Código de Comercio y en el Código Civil<sup>(18)</sup>.

De esta regulación se desprendería que, en el momento del acuerdo de voluntades, nacería el contrato de compraventa, y solo cuando la Central realizase las anotaciones (art. 8.1 RD 505/87<sup>(19)</sup>), se produciría la entrega constitutiva del derecho de propiedad. Así, según el Derecho Común, durante el período que media entre la primera y la segunda transacción de la operación doble, las partes solo estarían obligadas a entregar los valores, pudiendo de algún modo optar por no realizar esta entrega e indemnizar los daños y perjuicios causados a la otra parte.

Pero la interposición de la Central en esta contratación en la forma establecida por la normativa, en el sentido de realizar la segunda transacción siempre que existan saldos de efectivo y de valores suficientes, e incluso de imponer la existencia del saldo de valores en el caso del repo, varía las posibilidades reales de actuación de las partes,

---

<sup>(18)</sup> El Código Civil define en su art.1455 el contrato de compraventa, de la siguiente manera: "por el contrato de compra y venta uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente".

<sup>(19)</sup> El art.8.1 de este Real Decreto recoge que "las transmisiones de deuda del Estado representada en anotaciones en cuenta se tendrán por realizadas en el momento en el que la Central de Anotaciones o en su caso la Entidad Gestora efectúen las anotaciones correspondientes".

porque no admite las órdenes de no pago de efectivo o de no entrega de los valores que realice solo una de las partes.

En el caso del repo de deuda, la ya mencionada gestión de saldos por parte de la Central solo permite que el incumplimiento provenga del vendedor-comprador, por inexistencia de efectivo en la cuenta corriente que utiliza para realizar los pagos. En este caso, la Central considera anulada la segunda operación (norma séptima, 2, de la circular 16/1987)<sup>(20)</sup> y considera la primera operación como realizada a vencimiento (y, por tanto, levanta en ese momento las limitaciones establecidas sobre el comprador-vendedor para la transmisibilidad de los títulos), sin perjuicio de las acciones que pueda emprender el que no incumple contra el que incumple. Nótese, pues, que el vendedor-comprador puede optar por incumplir, no manteniendo en su cuenta de efectivo el saldo suficiente para la realización de la operación.

En las operaciones simultáneas, se pueden producir incumplimientos por las dos partes. En el caso del vendedor-comprador, por inexistencia de efectivo en la cuenta, y, en el caso del comprador-vendedor, por inexistencia de valores en su cuenta de la Central. Estos incumplimientos, que estarán referidos a la segunda de las transacciones (operación a plazo), producen la no realización de la operación (norma cuarta de la circular del Banco de España 12/88<sup>(21)</sup>) y, por supuesto, la posibilidad de emprender las acciones establecidas en el derecho común para la

---

<sup>(20)</sup> En dicha norma se dispone que "...en la fecha pactada para efectuar la recompra (...) la insuficiencia de saldo en la cuenta de efectivo del comprometido a realizar la recompra impedirá el buen fin de la operación de recompra, quedando esta, en consecuencia, anulada. La operación inicial tendrá, en este caso, la consideración de venta hasta la amortización, sin perjuicio de las acciones que puedan corresponder a las partes intervinientes".

<sup>(21)</sup> La norma cuarta, 2, de la circular del BE 12/1988 señala, refiriéndose a las operaciones a plazo: "si la cuenta de valores del vendedor o la cuenta de efectivo del comprador no presentasen en la fecha de ejecución saldo suficiente para la realización de alguno de los movimientos descritos en el número 1 de esta norma, la Central de Anotaciones denegará los asientos y, en el mismo día, comunicará a cada una de las partes, a través del Servicio Telefónico, la circunstancia que ha impedido ejecutar la operación",

indemnización de daños y perjuicios. Por el lado del efectivo, por otra parte, las posibilidades de incumplimiento voluntario son las mismas que en el repo.

De nuevo, las distintas consecuencias del incumplimiento se derivan de distinta regulación a que está sometida la Central en las operaciones simultáneas y en los repos. En efecto: la distinta vigilancia de los saldos de valores que realiza la Central durante el período de vigencia de la operación doble hace insignificante el riesgo de valores en la operación repo (lo que no ocurre en el caso de las simultáneas) por la vía de imposibilitar las transmisiones que podrían poner en peligro el buen fin de la operación.

### **3.3. Sistema de resolución de incidencias**

Dentro de los casos en los que una operación doble puede no llegar a buen fin, se deben distinguir aquellos en los que uno de los agentes se ve inmerso en una situación concursal, de aquellos en los que se trata únicamente de un problema de liquidez (de efectivo o de valores) no relacionado con una situación de insolvencia del agente.

En el primer tipo de casos, la operación, como ya se ha expuesto, vence en el momento de la declaración de quiebra, y podría no llegar a buen fin si los gestores de esta así lo determinaran. En estos casos, entrarían en juego las garantías que encierra la operación, en el sentido de asignar a un descubierto de valores una cobertura de efectivo o viceversa.

En los casos restantes, esto es, cuando el agente que incumple<sup>(22)</sup> no está inmerso en una situación concursal, el sistema de resolución de incidencias del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y de la Central arbitrará una serie de medidas cuyo resultado final será la reducción de estos incumplimientos al mínimo.

---

<sup>(22)</sup> Esto es, no tiene saldo de valores o de efectivo para hacer frente a sus obligaciones.

En efecto: en el caso de que en una operación simultánea el vendedor a plazo no dispusiese de valores en su cuenta para realizar todas las entregas que le competen, se iniciaría un procedimiento que, en principio, iría destinado a que el agente obtuviese los valores. Si esto no fuera posible, la Central anularía de entre las operaciones del vendedor a plazo aquellas que presenten menor riesgo de sistema<sup>(23)</sup>.

Si existe saldo de valores en la cuenta del vendedor-comprador (lo que, con la salvedad que desarrollaremos más adelante, ocurre siempre en el caso de los repos), la Central realiza un apunte provisional de las operaciones y remite al Servicio Telefónico los movimientos netos de efectivo que se deben practicar en la cuenta de cada cliente. El apunte se convertirá en definitivo, si el Servicio Telefónico confirma la existencia de saldo en dicha cuenta.

En el caso de insuficiencia de saldo en la cuenta del vendedor-comprador, el Servicio Telefónico iniciaría un procedimiento destinado a cubrir el descubierto. Se podría recurrir, si es necesario, a la apertura de una sesión de mercado para que esta entidad consiguiese el efectivo que necesita, e incluso podría ser el Banco de España el prestador de la liquidez. En el caso de que la entidad no consiguiera el efectivo de ninguna de estas formas, el Servicio Telefónico procedería a anular operaciones hasta eliminar el descubierto, atendiendo también a un criterio de minimización del riesgo de sistema en estas anulaciones<sup>(24)</sup>.

---

<sup>(23)</sup> Se trata de la anulación de las operaciones que menor quebranto causen a la liquidación del día, en aplicación de la norma décima, 3, de la Circular del Banco de España 5/1990, que regula el Servicio Telefónico del Mercado de Dinero y que establece: "...si(...) la entidad adherida no dispusiese de valores o efectivo (...) el STMD no cumplimentará todas o alguna de dichas órdenes. En la selección de las operaciones no atendidas, dicho Servicio podrá actuar de modo que, a su entender, resulten los menores trastornos para el cierre adecuado de los mercados adheridos al mismo".

No existe, como se desprende de esta norma, un sistema de prelación concreto a la hora de anular operaciones.

<sup>(24)</sup> Ver nota 22.



En resumen, el sistema de resolución de incidencias actualmente implantado en la Central y el Servicio Telefónico tienden a minimizar el número de incumplimientos en ambos tipos de operaciones dobles por motivos distintos del de las situaciones concursales, ya que ofrece cauces distintos para resolver los descubiertos de valores y efectivo.

### **3.4. Particularidades del negocio con terceros**

#### **3.4.1. Marco jurídico**

Las operaciones dobles contratadas en el mercado de gestoras con terceros están sometidas al mismo régimen jurídico general que las operaciones entre titulares. Los terceros, consiguientemente, pueden emprender tanto operaciones simultáneas cuanto repos con deuda, y en ambos casos se produce un traspaso efectivo de la propiedad de los valores desde el vendedor-comprador hacia el comprador-vendedor, produciéndose el traspaso contrario al vencimiento de la segunda operación.

En el caso de la operatoria con terceros, no obstante lo mantenido para su régimen general, existen algunas particularidades de regulación que ya han sido mencionadas. La primera de ellas es la posibilidad de contratar repos a la vista<sup>(25)</sup>. La segunda, que también se ha tratado, es la obligatoriedad de que las operaciones a plazo que contraten los terceros sean de un importe superior a los 100 millones de pesetas, requisito que impone que las operaciones simultáneas tengan también este importe mínimo.

La llevanza individualizada de los registros de terceros está atribuida a las entidades gestoras, y su papel con relación a estos registros es similar al desempeñado por la Central de Anotaciones con respecto a los

---

<sup>(25)</sup> El art. 10 de la OM de 19 de Mayo de 1987 establece que " se considerarán operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista aquellas que (...) incluyan, además, una opción a favor del comprador-vendedor para exigir la recompra anticipada durante el período que medie entre ambas compraventas, de manera que la rentabilidad interna de la adquisición temporal de la deuda sea la acordada, cualquiera que sea el momento en que se ejercite la opción."

registros de los titulares de cuenta<sup>(26)</sup>. Las entidades gestoras están obligadas a la correcta administración de sus cuentas de terceros, y a la correspondencia exacta de la suma de sus cuentas de terceros con el saldo de la cuenta global de terceros que la entidad gestora mantiene en la Central de Anotaciones.

El régimen jurídico aplicable a los incumplimientos de las obligaciones de la segunda compraventa de la operación por motivos no concursales no presenta tampoco diferencias apreciables con respecto a la normativa descrita para el negocio entre titulares. En el caso de los repos, solo existe posibilidad de incumplimiento por el lado del efectivo, y si este se produce, la operación se reputa a vencimiento, mientras que, en el caso de las operaciones simultáneas, la inexistencia de efectivo o de valores da lugar a la anulación de la segunda operación a plazo. Se trata, simplemente, como ya se vio en la descripción del negocio en la Central de Anotaciones, del funcionamiento de las garantías que conllevan este tipo de operaciones dobles.

Sin embargo, la encargada de aplicar la regulación existente a estos incumplimientos es, en estos casos, la entidad gestora. Por otra parte, no concurre en este mercado la calidad de solvencia del mercado entre titulares. Esto implica que el incumplimiento no constituye un hecho tan excepcional como en el caso de la Central de Anotaciones, y que podrían producirse actuaciones de la entidad gestora que perjudicaran al tercero, con menoscabo de la normativa. Para estos últimos casos, el tercero dispone, para hacer valer su derecho, de los mecanismos bancarios de defensa del cliente y de la posibilidad de someter el caso a los tribunales ordinarios.

---

<sup>(26)</sup> El art. 6.4 del RD 505/87 dispone que: "...las anotaciones que, con los requisitos formales y procedimentales que se establezcan, lleven a cabo las entidades gestoras en relación con los saldos de valores de sus comitentes comunicadas a la Central de Anotaciones y asentadas por ésta tendrán los mismos efectos que si hubiesen sido producidas por la Central de anotaciones". Por su parte, la Circular del Banco de España 6/1991 recoge en el apartado cuarto de su norma quinta que "...los traspasos de valores objeto de estas operaciones se efectuarán de acuerdo con las normas del Servicio Telefónico del Mercado de Dinero, y el registro por parte de las entidades gestoras deberá realizarse con las especificaciones contenidas en el manual de la Central de Anotaciones".

El régimen aplicable cambia, sin embargo, cuando los incumplimientos proceden de una situación concursal. Si el afectado por la quiebra o suspensión de pagos es un tercero, la entidad gestora actúa de la misma forma que actuaría la Central de Anotaciones ante incumplimientos de sus titulares. Si la sujeta a la situación concursal es la entidad gestora, el régimen general se altera, en virtud de lo establecido por la disposición adicional séptima de la ley 3/94 de adaptación a la segunda directiva de coordinación bancaria<sup>(27)</sup>.

En esta norma, se establece, en primer lugar, un régimen para los saldos de terceros de la entidad gestora en quiebra o suspensión de pagos. En estos casos, se traspasa toda la cartera de terceros de la entidad a otra entidad gestora, separándose esta de la masa de la quiebra. Con este precepto, se refuerza la idea de que la entidad gestora actúa como mera registradora de los valores, sin que se produzca ninguna relación con ellos similar al contrato de depósito bancario.

Por otra parte, el tratamiento que se recoge para los saldos nacidos de operaciones dobles cuya segunda compraventa no ha vencido es diferente según los casos, dependiendo de que se trate de repos o de operaciones simultáneas, y también de la posición asumida por la entidad gestora en situación concursal en la operación doble. Se distinguen cuatro casos:

1. Si se trata de repos en los que la entidad gestora actúa como compradora a plazo, la disposición adicional séptima establece que se debe considerar la primera operación como "a vencimiento", sin que exista la posibilidad de que los gestores de la quiebra decidan atender la segunda compraventa. En este caso, pues, el

---

<sup>(27)</sup> Según esta norma, si una entidad gestora se ve sometida a un procedimiento concursal, "... la Central de Anotaciones procederá de oficio, sin coste para el inversor, al traspaso a cuentas de terceros del Banco de España, en cuanto entidad gestora, o de otra entidad gestora, de los valores anotados en cuentas de terceros de la entidad afectada por el procedimiento concursal. Con referencia a las operaciones dobles, establece que, en caso de quiebra o suspensión de pagos de una entidad gestora, cuando la entidad actúe "... como compradora a plazo, las operaciones de este tipo (dobles) que tengan concertadas con terceros quedarán transformadas en operaciones a vencimiento".

tercero que adquirió temporalmente los valores resulta adquirente a vencimiento, y, como se ha visto con anterioridad, su saldo es traspasado a otra entidad gestora. Este régimen no perjudica en absoluto a sucesivas transmisiones temporales del valor que hayan podido producirse.

2. No existe en la ley 3/94 ninguna disposición que regule el caso en el que la entidad en quiebra sea la vendedora a plazo en un repo cuya segunda operación no esté vencida. Por lo tanto, se debe aplicar la normativa recogida por el Manual de la Central de Anotaciones y por el Derecho Común. Según esta, la segunda transacción resulta exigible en el momento<sup>(28)</sup>, y los gestores de la situación concursal pueden decidir atenderla o no. Si deciden atenderla, se realiza la operación normalmente, siempre que el tercero tenga efectivo en su cuenta<sup>(29)</sup>. Si la decisión de los gestores de la quiebra es no atender la obligación de vender, el tercero puede incumplir la obligación de entregar el efectivo pactado<sup>(30)</sup> y exigir de la masa de la quiebra, como un acreedor más, el resarcimiento de los daños y perjuicios que le ha causado el incumplimiento.
3. Si se trata de una operación simultánea en la que la entidad gestora en dificultades opera como compradora a plazo, se debe acudir de nuevo al manual de la Central de Anotaciones y al Derecho Común para determinar la normativa aplicable. Existe otra vez la posibilidad de que los gestores de la quiebra decidan si desean atender o no la segunda compraventa, con efectos similares a los recogidos en el caso anterior. Sin embargo, la decisión a favor de la realización anticipada de la segunda compraventa estará condicionada a la existencia en el saldo del tercero de valores susceptibles de cubrirla, no existiendo la

---

<sup>(28)</sup> Art. 883 del Código de Comercio.

<sup>(29)</sup> Si no hay efectivo en la cuenta del tercero, la operación se reputa a vencimiento, como recoge la circular 16/1987 del Banco de España.

<sup>(30)</sup> Como se desprende del art.1124 del Código Civil, ya citado anteriormente.

posibilidad de que la inexistencia de estos valores genere ninguna obligación de resarcimiento al tercero<sup>(31)</sup>.

4. Por último, cuando la entidad gestora concursada ha actuado como vendedora a plazo en una operación simultánea, el régimen aplicable no difiere del vigente para los repos en los que la entidad gestora ha tomado la misma posición.

En definitiva, se desprende de la misma naturaleza jurídica de ambas operaciones que los terceros están protegidos en caso de situación concursal por parte de la gestora, tanto en el caso de los repos como en el de las operaciones simultáneas. Sin embargo, la Disposición Adicional Séptima de la Ley 3/94 de Adaptación de la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria refuerza la seguridad jurídica del caso particular, y más común en las operaciones de terceros, de los repos en los que la entidad gestora actúa como compradora a plazo. Es de notar que este tratamiento resulta asimétrico a favor de este tipo de adquisiciones temporales de deuda, ya que en ellas el legislador, al contrario que en las otras posibilidades, ha optado por establecer una normativa específica para garantizar los derechos de los terceros.

#### **3.4.2. Cuestiones relativas a la gestión de terceros por las entidades gestoras**

Hay que hacer notar que es en el segmento del negocio con terceros donde aparecen diferencias más significativas entre las operaciones repo y las simultáneas. Estas diferencias están basadas no solo en los aspectos ya citados (importes mínimos para las operaciones a plazo, posibilidad de realizar repos a la vista y asimétrico tratamiento de los dos tipos de operación en las situaciones concursales), sino también en lo relacionado con la administración y gestión que deben llevar las entidades de sus cuentas de terceros. A continuación, se desarrolla esta cuestión, tomando como guía las operaciones que conforman el negocio típico de las entidades

---

<sup>(31)</sup> Existe un caso en el que el tercero queda relativamente desprotegido. Se trata de cuando el efectivo obtenido por este permanece depositado en la entidad gestora en quiebra, que es entidad bancaria. En este caso, el efectivo es tratado como un depósito más de la entidad.

con sus clientes, esto es, aquellas operaciones en las que la entidad cede temporalmente valores al tercero.

Los condicionantes derivados de la administración y gestión de los repos de deuda con terceros son, en principio, menores que los que habrían de ser afrontados en el caso de que el mismo negocio se sustanciase vía simultáneas. Ello es así, porque las entidades que realizan simultáneas con terceros deben prestar mayor atención a los posibles descubiertos de valores en las cuentas de clientes, lo que, en general, ha de suponer un incremento de los costes administrativos, y también porque no pueden poner trabas a que los valores cedidos salgan de su ámbito efectivo de dominio.

Estas consideraciones se centran alrededor de la idea de que las operaciones simultáneas entrañan riesgos más fuertes para la entidad cedente que los repos en el negocio con terceros, por lo que, en general, se puede afirmar que las diferencias en la gestión de las operaciones dobles con terceros, según adopten una u otra forma, están muy relacionadas con los distintos grados de riesgo que soporta la gestora en uno y otro caso. Por ello, es conveniente recordar que en una operación doble no existe riesgo de pérdida de principal, sea cual sea la posición que se adopte en ella, porque aquel que cede valores por efectivo cuenta con el efectivo recibido para garantizar la operación, y aquel que realiza la operación contraria ve garantizada su posición por los valores adquiridos temporalmente.

El alcance de las garantías afectas a la operación doble, sin embargo, no cubre el riesgo de que las variaciones en los precios de la deuda hagan que la segunda operación no esté totalmente garantizada o de que lo esté en exceso. Por ello, si un fallido obligara a una entidad a proveerse del valor o del efectivo en el mercado ejecutando la garantía recibida, pudiera ocurrir que oscilaciones en los precios de la deuda dejaran al que sufre el fallido en una situación patrimonial peor (o mejor, según el caso) que la que le hubiera correspondido si la operación hubiera llegado a buen fin. La existencia de riesgo de contrapartida, por ello, se circunscribe a aquellos casos en los que las garantías aportadas no sean suficientes para cubrir el crédito por oscilaciones de su precio en el mercado.

Sin embargo, debe tenerse en cuenta que, dentro de la negociación de una operación doble, el riesgo de intereses que se produce en las garantías es algo consustancial con la operación, y que es de esperar que el que emprende una operación de este tipo tenga en cuenta la posibilidad de que la evolución de los precios de la deuda deje sin cubrir parte de los riesgos en que se incurre. En este sentido, los precios de las operaciones dobles debieran incluir la valoración de los riesgos propios de este tipo de contratación.

Sin embargo, la normativa aplicable a las operaciones con terceros y la posición de las gestoras respecto a sus clientes impiden que en los repos se produzcan efectivamente fallidos, al impedir que los saldos de terceros sujetos a compromisos o trabas se traspasen a otra entidad gestora<sup>(32)</sup>. Esto hace que en una cadena de repos que se inicia por la cesión de un valor por parte de la gestora, el valor se encuentre siempre en la cuenta de terceros de la misma, y que un fallido que cortara dicha cadena pudiera ser atendido, en último caso, por la propia entidad gestora para recuperar los valores, utilizando para ello el efectivo recibido en el primer repo. Al ser, además, la gestora la liquidadora de los saldos de los terceros intervinientes en la cadena, tendría la posibilidad de detectar inmediatamente dicho fallido y actuar en consecuencia. Téngase en cuenta que, en el caso de las operaciones simultáneas, es difícil entender que se pueda impedir que los saldos de valores afectos a la operación se trasladen a otra entidad (por no estar realmente sujeto el agente a trabas o compromiso alguno respecto a ellos), y que, en consecuencia, la liquidación de los valores no tiene por qué realizarse necesariamente en la gestora. Sería posible, pues, que la gestora se viera obligada a quedarse

---

<sup>(32)</sup> La circular del Banco de España 6/1991 en su norma SEXTA dispone: "El titular de deuda pública anotada en el registro de terceros de una entidad gestora, no sujeto a compromiso o trabas, podrá solicitar el traspaso de su saldo a otra entidad gestora bajo alguna de las siguientes fórmulas...". Se vienen interpretando como compromisos o trabas la existencia de bloqueos en los saldos de deuda, así como la existencia de compromisos de vender nacidos de una adquisición temporal de deuda.

con el efectivo y no con los valores, cosa que no ocurriría en el caso de que la operación doble revistiera la forma de repo<sup>(33)</sup>.

Así, los repos de deuda con terceros garantizan a la gestora que cede el retorno del valor, lo que no ocurre en el caso de las operaciones simultáneas. Pero, como se ha comentado, en este segundo caso la entidad se queda con el efectivo, que, si ha valorado correctamente la operación, debiera permitirle cubrir el descubierto de valores que se le ha generado. El problema radica en la urgencia con que la entidad deba cubrir ese descubierto de valores, porque, en principio, si pudiera acudir al mercado en condiciones normales y hubiera calculado correctamente el precio de la operación doble, el quebranto sería mínimo. El quebranto máximo que podría sufrir la entidad, por otra parte, sería el resultante de acudir al sistema de resolución de incidencias y hacerse con los valores requeridos a un precio que generalmente debe introducir alguna penalización. Por lo tanto, el tiempo que va a tener la entidad gestora para comprar los valores tras un fallido en una simultánea se constituye en el factor fundamental a la hora de valorar si las operaciones simultáneas con terceros entrañan para las entidades la asunción de mayores riesgos que los repos.

En general, las gestoras conocen que la segunda transacción de una simultánea va a resultar fallida antes del inicio de la última sesión en la que pueden cubrir el descubierto de valores que se les va a generar, y disponen de toda la sesión para acceder al mercado en condiciones normales. Durante esta sesión, pues, pueden hacerse con los valores que necesitan en unas condiciones que no les debieran producir pérdidas de importancia. Las entidades podrían incluso realizar preliquidaciones para conocer los fallidos que se les van a producir, con lo que vendrían a ampliar el plazo de acceso normal al mercado. Pero esta segunda opción incrementaría de forma muy importante los costes de administración de las gestoras.

---

<sup>(33)</sup> De todos modos, asumiendo que en las operaciones repo la entidad gestora siempre podrá recuperar el valor cedido, no se va a ver libre del riesgo de interés, porque, si tiene que acudir a un tercero distinto de aquel con el que contrató, deberá aportar el efectivo que corresponde a ese tercero, que podría ser distinto del que tendría que haber pagado si su operación doble hubiera llegado a buen fin.



En resumen, pues, las operaciones simultáneas permiten el traslado de los saldos de valores de terceros nacidos de operaciones dobles de una entidad a otra, con la consiguiente pérdida de control de dichos valores por las entidades gestoras. Esto supondrá un aumento de los riesgos asumidos por la gestora, en comparación con los que asume en las operaciones repo en la medida en que se asuma que las entidades podrían no tener tiempo suficiente para hacerse con los valores que cedieron en el mercado. Si fuera así, surgirían posibles riesgos de liquidación, aunque, como se ha señalado, las gestoras podría acudir en último caso al sistema de resolución de incidencias, cuestión esta que dificulta enormemente que el descubierto de valores de la gestora se traslade al resto del mercado.

En la medida en que las entidades aprecien la existencia de mayores riesgos en la gestión de sus simultáneas con terceros que en la gestión del mismo negocio vía repo, esto va a conllevar que la operatoria en simultánea sea más gravosa para los terceros, ya sea porque las entidades entiendan necesario hacer controles de los saldos cedidos en simultáneas -trasladando el coste de estos al cliente- ya sea porque establezcan algún sistema para cubrir las oscilaciones de precios de las garantías. Por ello, esta es una de las discusiones importantes a la hora de valorar la sustituibilidad perfecta de los dos tipos de operaciones dobles en este segmento del mercado.

#### **4. ASPECTOS CONTABLES Y FISCALES**

Uno de los aspectos más importantes en la diferenciación entre los repos y las operaciones simultáneas está referido al impacto que sobre las cuentas de resultados, balances de situación y cumplimiento de coeficientes bancarios pueden tener estas operaciones, así como sus consecuencias fiscales.

En general, se trata de determinar, en caso de que esta exista, la trascendencia económico-contable de las diferencias jurídicas detectadas entre los dos tipos de operaciones dobles que se están cruzando en el mercado de deuda pública, tanto para las entidades de crédito cuanto para las entidades no financieras.

Se comienza, pues, desarrollando la descripción de la contabilización de las operaciones dobles por parte de las entidades de crédito y el significado que para sus estados financieros tiene esta contabilización. Se concluye que el correcto registro de cualquiera de los dos tipos de operaciones dobles se realiza mediante asientos equivalentes. Dada la frecuencia con que las entidades contabilizan las operaciones simultáneas de forma errónea -como las dos operaciones que las componen-, también se señalan las consecuencias contables de este hecho. Se realiza posteriormente una descripción del sometimiento de este tipo de operaciones a los coeficientes de caja y de solvencia por parte de las entidades de crédito. De todo ello se concluye que ambos tipos de operaciones son idénticas a efectos de la contabilidad bancaria.

El siguiente aspecto será el de la contabilización de las operaciones dobles por parte de las empresas no financieras, materia en la cual la falta de normativa podría hacer surgir diferencias entre el registro en libros de las operaciones repo con deuda y simultáneas, aunque, en principio, parece que el criterio sostenido por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas<sup>(34)</sup> es el de su tratamiento uniforme e igual al bancario. Por último, describiremos las diferencias entre los registros de las entidades y el registro de la Central y el régimen fiscal aplicable a este tipo de operaciones.

#### **4.1. Contabilización de las operaciones dobles con deuda pública por parte de las entidades de crédito<sup>(35)</sup>**

Corresponde al Banco de España, en virtud de lo dispuesto en la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 31 de marzo de 1989, el

---

<sup>(34)</sup> El Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas tiene como función el desarrollo de las normas y principios contenidos en el Plan General de Contabilidad a través de sus Resoluciones. De igual forma, emite informes no vinculantes en el campo de la contabilidad por medio de las respuestas a las consultas que se le formulan.

<sup>(35)</sup> La normativa contable en materia de operaciones dobles para las instituciones de inversión colectiva, recogida en la Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores 7/1990, establece para estas un procedimiento de contabilización muy similar al establecido por el Banco de España para las entidades de crédito.

establecimiento de las normas de contabilidad y de los modelos a que deben ajustarse los diversos estados financieros (balance de situación y cuenta de pérdidas y ganancias, fundamentalmente) de las entidades de crédito. El Banco de España ha desarrollado, en cumplimiento de dicha atribución, un sistema completo de normas de contabilidad y estados financieros para las entidades de crédito en su circular 4/1991 y posteriores modificaciones<sup>(36)</sup>.

El tratamiento contable que establece la normativa del Banco de España para los repos<sup>(37)</sup> y para las operaciones simultáneas es el mismo: Contabilización como una operación de financiación instrumentada por medio de una cesión temporal de valores y no como dos operaciones de compraventa.

La justificación de esta forma de contabilización se basa en la aplicación del principio de imagen fiel, que aparece definido entre los principios generales de contabilización de la circular del Banco de España 4/1991<sup>(38)</sup>. En este caso, y por este principio, prevalece en términos de contabilidad la realidad económica de la operación doble (esto es, la operación de financiación con garantía de valores públicos) sobre la realidad jurídica de la misma (las transmisiones patrimoniales que estas operaciones comportan).

---

<sup>(36)</sup> Se trata, sin ánimo de exhaustividad, de las circulares del Banco de España 7/1991, 4/1992, 9/1992, 14/1992, 15/1992 y 6/1994.

<sup>(37)</sup> La norma decimocuarta, 1, de dicha circular establece: "Los activos instrumentados en valores negociables comprados o vendidos con pacto de retrocesión no opcional se reflejarán, respectivamente, en cuentas separadas de activo y de pasivo, los vendidos no se darán contablemente de baja de la cartera, sin perjuicio de la transmisión de su titularidad.

A los efectos de esta circular, se considerará pacto de retrocesión no opcional, sea cual sea su forma instrumental, aquella operación por la que vendedor y comprador queden comprometidos a la recompra por el primero de los mismos títulos o efectos cedidos, u otros tantos de la misma clase".

<sup>(38)</sup> La norma segunda, 1, de dicha circular dispone que: " Los Balances, Cuentas de Pérdidas y Ganancias, las Memorias Anuales y demás estados complementarios habrán de dar una imagen fiel del patrimonio, de la situación financiera y de riesgos, y de los resultados de la entidad, debiendo reflejar con exactitud el curso de las operaciones".

Por lo tanto, el tratamiento contable de ambas operaciones, que las asimila a contratos de préstamo de efectivo instrumentados por medio de cesión de valores, no provoca movimientos en las carteras de valores de las entidades participantes. En lugar de ello, las entidades siguen el esquema de contabilización que a continuación se expone:

1. La entidad vendedora-compradora reflejará el crédito obtenido en una cuenta de préstamo en el pasivo de su balance (denominada "Cesión Temporal de Activos").
2. La entidad compradora-vendedora recogerá la financiación concedida en una cuenta de crédito en el activo de su balance ("Adquisición Temporal de Activos").
3. Los productos y los costes implícitos de ambas operaciones se deben imputar, según el caso, como ingresos o gastos incluidos en el margen financiero de la entidad. Estos productos y costes solo están referidos a la operación de financiación, sin que en ningún caso se deban trasladar los rendimientos propios de la cartera de valores de la entidad cedente a la cesionaria.

Desde el punto de vista de los resultados, el vendedor-comprador recogerá, al final de la operación en su contabilidad, el coste implícito de la operación por la financiación obtenida y la periodificación (como un ingreso) de la rentabilidad obtenida por los valores, que, a efectos contables, permanecen en su cartera. Por su parte, el comprador-vendedor reflejará en su contabilidad el rendimiento obtenido por la financiación concedida al vendedor-comprador.

En vista de todo lo anterior, se puede concluir que la contabilización de ambas operaciones se realiza de forma idéntica, y es de la misma naturaleza que la de una operación de préstamo de efectivo. Por lo tanto, la intervención por parte del Banco de España, bien mediante operaciones simultáneas, bien mediante repos, no generaría, en principio, ningún efecto distinto sobre los estados financieros de las entidades de crédito.

A pesar de la claridad de la regulación, continúa existiendo la tendencia por parte de las entidades a separar contablemente la operación simultánea en dos operaciones a vencimiento y a recoger ambas como dos compraventas de signo contrario. Las consecuencias contables de este hecho son las siguientes:

1. El vendedor da de baja de su cartera el valor cedido<sup>(39)</sup> y deja de periodificar los productos generados por este, desvirtuando los resultados de su cartera de valores.
2. Simétricamente, el cesionario comienza a periodificar dichos productos, al contabilizar el valor en su cartera, rompiendo también el principio de la imagen fiel.
3. En tercer lugar, no se contabilizan durante la vida de la operación los productos y costes de la financiación, ni por el vendedor ni por el comprador. Esto provoca que los márgenes financieros de ambas entidades queden distorsionados.
4. Al vencimiento de la segunda operación, el vendedor-comprador da de alta de nuevo el valor en su cartera, valorado al precio de la compra a plazo. Por su parte, el comprador-vendedor lo da de baja, ajustando adecuadamente su cuenta de pérdidas y ganancias.

Estos movimientos producen el efecto de que las carteras de valores arrojan un resultado neto, en principio idéntico al que habría producido la contabilización correcta de las simultáneas, si bien con dos importantes salvedades: primera, que se podrían trasladar resultados entre varios períodos; y segunda, que los ingresos y gastos se escaparían del margen

---

<sup>(39)</sup> En este caso, tanto comprador-vendedor cuanto vendedor-comprador reflejarán la compra (o venta) a plazo en cuentas de orden.

financiero<sup>(40)</sup> de la entidad para reflejarse en sus márgenes ordinario o extraordinario, según los casos.

#### 4.2. Coeficientes obligatorios

Por lo que respecta al sometimiento a coeficientes obligatorios de los repos y de las simultáneas, la normativa aplicable es idéntica, ya que su contabilización también lo es. Tras la eliminación del coeficiente de inversión en el año 1993, las entidades de crédito están actualmente sometidas a 2 coeficientes básicos: el de Caja y el de Recursos Propios.

El coeficiente de caja<sup>(41)</sup> consiste en una **ratio** de activos computables que deben mantener las entidades de crédito en media temporal sobre sus recursos ajenos. La última gran reforma de este coeficiente se realizó en el año 1990<sup>(42)</sup>. En esta se recoge explícitamente, y para todas las entidades, la exclusión como pasivo computable de los repos y las operaciones simultáneas (idénticas desde un punto de vista contable) con deuda anotada en la Central<sup>(43)</sup>.

La regulación sobre recursos propios<sup>(44)</sup> hace hincapié en el

---

<sup>(40)</sup> Dado que las entidades suelen ver valorada su actividad de intermediación desde el análisis de su margen financiero (puesto que refleja los productos obtenidos por la actividad bancaria típica), se pueden dar incentivos en ese sentido.

<sup>(41)</sup> Regulado por la Orden Ministerial de 26 de diciembre de 1983 y el RD 1530/89.

<sup>(42)</sup> Circular Banco de España 2/1990 de 27 de febrero.

<sup>(43)</sup> En el caso en que dichas operaciones se realizaran con valores privados, sí estarían sometidas al coeficiente de caja.

<sup>(44)</sup> La regulación comunitaria de la actividad de las entidades de crédito en este campo se halla recogida fundamentalmente en la Directiva de Recursos Propios (89/299), en la Segunda Directiva de Coordinación Bancaria (89/646) y en la Directiva del coeficiente de solvencia (89/647).

Por su parte, la transposición de la regulación comunitaria a la legislación española se encuentra recogida en la Ley 13/1992 de 1 de junio, en el RD 1343/1992 de 6 de noviembre y en las Circulares del Banco de España 5/1993 de 26 de marzo y 12/1993 de 17 de diciembre.

Actualmente, el nivel del coeficiente de recursos propios es del 8%.

mantenimiento de un determinado nivel de los mismos en función de los riesgos contraídos por la entidad, ponderados según el tipo de contrapartida. Este nivel de recursos propios se convierte en una garantía sobre los riesgos de la entidad y determina, por tanto, un nivel mínimo de solvencia. Por lo que respecta a la computabilidad del riesgo de crédito de los repos y de las operaciones simultáneas en el coeficiente de solvencia, ambas están sometidas idénticamente, puesto que se contabilizan de la misma forma<sup>(45)</sup>. En concreto, son la adquisición en repo y en simultánea las que están sometidas al coeficiente de solvencia al tratarse de activos de la entidad. Su ponderación se determina en dos pasos sucesivos. En primer lugar, hasta el precio de mercado computa según la menor ponderación entre la del emisor del activo y la de la contraparte. En segundo lugar, el resto lo hace según la ponderación de la contraparte. En el caso que nos ocupa de valores emitidos por el Estado, la ponderación de este precio de mercado será del 0%.

#### **4.3. Contabilización en el caso de entidades no financieras**

Las normas de contabilidad que afectan a las empresas no financieras se hallan recogidas en el Plan General de Contabilidad de 1990. El citado plan de contabilidad, de carácter obligatorio en la mayoría de sus disposiciones, reviste un carácter de generalidad que hace imposible una regulación exhaustiva del registro y tratamiento de todas las situaciones con trascendencia patrimonial en que puede verse envuelta una empresa.

Sobre las operaciones dobles con deuda pública, no existe ninguna disposición de obligatorio cumplimiento en la regulación que hemos referido, lo que implica que las empresas están facultadas para contabilizar de la forma que estimen conveniente tanto los repos como las simultáneas, y que incluso podrían realizar una contabilización distinta de ambos tipos de operaciones.

---

<sup>(45)</sup> La norma decimotercera de la Circular 5/1993, de 26 de marzo, del Banco de España, establece que "los activos financieros adquiridos temporalmente se ponderarán hasta donde alcance su valor de mercado, según la naturaleza del emisor del activo, salvo cuando la ponderación de la contraparte sea menor, en cuyo caso se aplicará esta ponderación. El exceso sobre aquel valor se ponderará según la naturaleza de la contraparte".

Existe, sin embargo, una consulta al Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas<sup>(46)</sup> sobre la forma de contabilizar las operaciones repo con deuda pública desde el punto de vista del comprador-vendedor. En su respuesta, se establece que en estas operaciones la contabilización debe ser similar a la bancaria. Por tanto, el tratamiento debiera ser el mismo que reciben las concesiones de créditos, apoyándose en la aplicación del principio de reflejo de la imagen fiel<sup>(47)</sup>.

En principio, pues, parece que la interpretación que el Instituto hace de las operaciones repo está en la línea de lo dispuesto por el Banco de España para las entidades de crédito. Apoyándose en el ya referido principio de imagen fiel, podría defenderse que, ya que los efectos patrimoniales de repos y simultáneas son los mismos, su contabilización también debe ser igual. Sin embargo, hay que afirmar que nada obliga a este tipo de contabilización, sobre todo en el caso de las operaciones simultáneas, acerca de las que no se ha pronunciado este Instituto en resolución o en consulta. Por ello, es posible que se contabilicen dentro de una misma empresa repos y operaciones simultáneas de forma distinta y con efectos diferentes sobre balance de situación y cuenta de resultados<sup>(48)</sup>.

#### **4.4. Otros aspectos contables**

La contabilización correcta por las entidades de los repos y de las operaciones simultáneas difiere del registro que de estas se realiza en la Central de Anotaciones. En esta última, y al contrario que en la contabilización bancaria, la operación doble implica una traslación contable

---

<sup>(46)</sup> Consulta número 7, sobre la forma de contabilizar una cesión temporal de activos o adquisición de activos con pacto de retrocesión no opcional.

<sup>(47)</sup> El punto 10 del PGC establece: "La imagen fiel es el corolario de aplicar sistemática y regularmente los principios contables, entendiendo estos como el mecanismo capaz de expresar la realidad económica de las transacciones realizadas.

A tal fin, no serán aplicables las disposiciones legales o exigencias jurídicas, en materia de contabilidad, relativas a una operación que fueran, excepcionalmente, incompatibles con la imagen fiel que deben mostrar las cuentas anuales".

<sup>(48)</sup> En concreto, podría ocurrir que una empresa pretendiera engrosar su cartera de valores vía operaciones simultáneas.



del valor desde la cuenta de valores del vendedor a la del comprador, si bien diferenciada de los valores poseídos hasta el vencimiento por este último.

Así, mientras la Central concibe los movimientos de valores por razón de operaciones dobles como una traslación de la propiedad de estos, la normativa contable, amparándose en el principio de imagen fiel, les da un tratamiento más cercano al recibido por los préstamos con garantía de valores.

#### **4.5. Fiscalidad**

El estudio del régimen fiscal de las operaciones dobles que se trata en este epígrafe se refiere a los efectos que sobre la imposición directa tienen las operaciones dobles con Deuda del Estado. Respecto a la imposición indirecta, la figura central del sistema fiscal español -el Impuesto sobre el Valor Añadido- declara exentas las operaciones dobles con deuda pública<sup>(49)</sup>.

La idéntica naturaleza jurídica y contable de los repos y de las simultáneas determina que ambas tengan un mismo tratamiento fiscal. Para abordarlo, es necesario establecer los dos aspectos cruciales que determinan el régimen fiscal de cualquier instrumento financiero: por un lado, la naturaleza de los rendimientos obtenidos en la operación doble y, por otro, la naturaleza personal -física o jurídica- de los agentes intervinientes.

En cuanto a la naturaleza de los rendimientos obtenidos con operaciones dobles de Deuda del Estado, hay que distinguir entre los procedentes de letras del Tesoro y de bonos y obligaciones del Estado. La Ley 14/1985, de 29 de mayo, de Régimen Fiscal de Determinados Activos Financieros, considera las letras del Tesoro como activos financieros de rendimiento implícito, puesto que su retribución es distinta del cobro de cupones y se percibe por diferencia de precios. Así, tanto las letras como el resto de

---

<sup>(49)</sup> Apartado 18, letra k del párrafo uno del art. 20 de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre del Impuesto sobre el Valor Añadido.

activos financieros de rendimiento implícito son instrumentos generadores, exclusivamente, de rendimientos de capital mobiliario. Por otra parte, los bonos y obligaciones del Estado son considerados por la misma ley 14/1985 activos financieros con rendimiento explícito, puesto que su rentabilidad se obtiene, en su mayor parte, a través de pagos periódicos de renta (cupones)<sup>(50)</sup>. Por lo tanto, las rentas generadas por pago de cupones son consideradas rendimientos del capital mobiliario y las obtenidas en virtud de transacciones o amortizaciones, variaciones patrimoniales.

Una vez descrita la naturaleza fiscal de los rendimientos obtenidos en las operaciones dobles, es preciso separar el tratamiento de estas rentas fiscales atendiendo a la personalidad física -en el IRPF- o jurídica -en el Impuesto de Sociedades- de los agentes participantes.

En el IRPF, los rendimientos obtenidos en operaciones dobles con Letras del Tesoro son considerados, como se ha indicado previamente, rendimientos de capital mobiliario. Estos integran la renta regular del sujeto pasivo, ya que el plazo de las operaciones dobles con letras es siempre inferior al año. Por lo tanto, su tributación se realiza al tipo marginal. En el caso de que las letras del Tesoro fueran emitidas con un plazo mayor a un año<sup>(51)</sup>, podrían realizarse operaciones dobles de más de un año, que generarían rentas irregulares en la parte no correspondiente al período impositivo. En tal caso, estas se gravarían al tipo impositivo medio. En cuanto al régimen de retenciones, a pesar de tratarse de rendimientos de capital mobiliario, no existe la obligación de

---

<sup>(50)</sup> En un principio, la Ley 14/1985 estableció la calificación de activos financieros de rendimiento explícito a los activos cuya remuneración procediera, únicamente, del pago de cupones. A partir de la publicación de la Ley 26/1988 de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, se amplió la calificación de activos de rendimiento explícito a aquellos activos financieros cuya remuneración por medio de cupones supere un determinado tipo de interés mínimo de referencia. En aquel momento, se optó por tomar como referencia el tipo de interés legal del dinero. La entrada en vigor de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas adecuó la referencia a las condiciones de mercado: en concreto, el tipo de interés correspondiente al precio medio ponderado en la última subasta de deuda pública anotada del trimestre, menos dos puntos porcentuales.

<sup>(51)</sup> Pueden emitirse con un plazo de hasta dieciocho meses.

practicar retención<sup>(52)</sup> por estar definidas como valores emitidos por el Tesoro "que constituyen un instrumento regulador de la intervención en el mercado monetario"<sup>(53)</sup>.

Los rendimientos obtenidos por personas físicas en operaciones dobles con bonos y obligaciones del Estado se consideran variaciones patrimoniales<sup>(54)</sup>. Si estos se han obtenido en un plazo inferior a un año, pasan a formar parte de la renta regular del sujeto pasivo, y, si es superior, se tratan como renta irregular.

Estos rendimientos no están sujetos a retención<sup>(55)</sup>, al tratarse de variaciones patrimoniales. Sin embargo, el cobro del cupón siempre está sometido a retención<sup>(56)</sup>, incluso cuando este se produce dentro del plazo de la operación doble.

En el Impuesto de Sociedades, los rendimientos obtenidos en operaciones dobles con letras del Tesoro se consideran rendimientos del capital mobiliario y se integran en la base imponible (el impuesto de sociedades no distingue entre rentas regulares e irregulares). Los obtenidos con la utilización de bonos y obligaciones del Estado se podrían considerar variaciones patrimoniales, aun cuando, como se ha expuesto a

---

<sup>(52)</sup> Apartado c) del párrafo uno del art.43 del RD 1841/1991, de 30 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento del IRPF.

<sup>(53)</sup> Las letras del Tesoro han sido definidas como tal, en las sucesivas disposiciones anuales de emisión de Deuda del Estado, como, por ejemplo, la Orden Ministerial 3/1995, de 17 de enero, por la que se dispone la creación de Deuda del Estado durante el año 1995 y enero de 1996.

<sup>(54)</sup> Apartado f) del párrafo uno del art. 48 de la Ley 18/1991, de 6 de junio, del Impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

<sup>(55)</sup> Al no estar incluidos en la enumeración del art. 43 del RD 1841/1991, de 30 de diciembre, por el que se aprueba el Reglamento del IRPF. De todos modos, el RD 505/87, de 3 de abril, por el que se crea el Sistema de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, en su art. 11, establece la no obligatoriedad de retención en las operaciones dobles con Deuda del Estado, efectuadas con letras del Tesoro o con bonos y obligaciones del Estado.

<sup>(56)</sup> Art.43 del Reglamento del IRPF.

lo largo del trabajo, la contabilización de estas operaciones por parte de las entidades de crédito no implique una alteración de su composición patrimonial<sup>(57)</sup>.

En ambos casos -letras y bonos y obligaciones del Estado-, al igual de lo que ocurría en el IRPF, no existe obligación de retención, salvo para el cobro del cupón<sup>(58)</sup>.

Finalmente, y para terminar con el estudio del régimen fiscal de las operaciones dobles con Deuda Pública del Estado, cabe una referencia al tratamiento fiscal de sus rendimientos en el caso de operaciones con no residentes.

En la actualidad, los rendimientos obtenidos en operaciones con Deuda del Estado por personas físicas y jurídicas no residentes<sup>(59)</sup> se consideran no producidos en España, salvo en el caso de residentes en los calificados como **paraísos fiscales**<sup>(60)</sup> por la legislación española. Por lo tanto, no están sometidos a retención, ni los rendimientos implícitos ni los derivados del cobro del cupón. Por ello, y con el fin de limitar el posible arbitraje entre residentes y no residentes -procedimiento denominado **lavado de cupón**-, se considera rendimiento del capital mobiliario, y, por tanto, sometido a retención, el cupón corrido o devengado, aun no

---

<sup>(57)</sup> El RD 505/87, de 3 de abril, en su art. 11, establece que, en ningún caso, los rendimientos generados por estas operaciones con activos de rendimiento no implícito se considerarán rendimientos del capital mobiliario. Por tanto, no existe obligación de practicar retención.

<sup>(58)</sup> El régimen de retenciones del Impuesto de Sociedades se regula en el RD 1841/1991 que aprueba el Reglamento del IRPF. En concreto, en su Disposición Adicional Primera.

<sup>(59)</sup> RD-Ley 5/1990, de 20 de diciembre, sobre Medidas Urgentes, apartado dos del art.17 de la ley 18/1991 del IRPF y Ley 31/1990, de 27 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1991.

<sup>(60)</sup> También se produce este tratamiento para los rendimientos obtenidos por no residentes procedentes de valores emitidos en España por personas físicas o jurídicas no residentes, sin mediación de establecimiento permanente. Se trata de los denominados **Bonos Matador**. En concreto, esta regulación se encuentra en el apartado cuarto del art.17 de la Ley 18/1991 del IRPF.

liquidado, obtenido por un residente no reconocido como entidad gestora creadora de mercado de la venta a un no residente dentro de los treinta días inmediatamente anteriores al vencimiento del cupón. Si el residente no tiene reconocida la calificación de entidad creadora de mercado, no se aplica el límite temporal de los treinta días<sup>(61)</sup>.

## **5. IMPLICACIONES DEL CAMBIO EN LA OPERATORIA DE INTERVENCIÓN POR PARTE DEL BANCO DE ESPAÑA**

Como es bien sabido, el esquema básico de intervención del Banco de España consiste en la realización de operaciones de mercado abierto (que hasta julio de 1994 se articulaban como repos, habiéndose realizado desde entonces operaciones simultáneas para cumplir esta función) en las que recibe como contrapartida algún activo financiero (CBEs o deuda) frente al crédito concedido.

A pesar de que la operatoria del Banco de España con deuda pública revitalizó el mercado de operaciones repo entre titulares, el empuje de los inversores no residentes y las mayores flexibilidad y agilidad de las operaciones simultáneas han favorecido el desarrollo de un mercado de estas operaciones entre titulares cuyos volúmenes contratados, sobre todo para plazos superiores al día, son mucho mayores que los cruzados en repo.

La normativa contable aplicada a la cartera Banco de España en anotaciones en cuenta<sup>(62)</sup> establece un sistema de registro similar al de la circular 4/91 para las entidades de crédito, reflejando las operaciones

---

<sup>(61)</sup> Disposición Adicional decimoquinta de la Ley 18/1991 del IRPF, Disposición Adicional segunda del RD 753/1992, de 26 de junio, por el que se modifican determinados preceptos del Reglamento del IRPF y Orden Ministerial 31/1992, de 23 de diciembre.

<sup>(62)</sup> La disposición de la Intervención General del Banco de España establece que "las operaciones temporales, tanto repos como simultáneas, se conceptúan como operaciones crediticias en las que la cesión de los valores se produce en concepto de garantía del crédito concedido, por lo que ninguna de ellas afectará a las cuentas patrimoniales representativas de la cartera a vencimiento del Banco".

en cuentas de adquisición o cesión temporal de activos, según el caso. También se deben anotar en cuentas de orden los importes que se han de satisfacer en la posterior reventa -o recompra- de los títulos.

Así, pues, desde el punto de vista de la contabilidad del Banco, el cambio de operatoria en las intervenciones de política monetaria no supone una alteración de los estados de la cartera a vencimiento, ya que las cuentas en las que se reflejan estas operaciones son de la misma naturaleza contable que las que se han venido utilizando para reflejar las cesiones o adquisiciones temporales de deuda.

Por otra parte, las especiales características de las operaciones simultáneas van a permitir que el Banco de España utilice los valores adquiridos en garantía para cubrir las necesidades de determinadas referencias que tengan las entidades, ya que, a diferencia de los valores adquiridos mediante repos, estos sí se pueden transmitir a vencimiento. De esta forma, se facilitará la función de suministro subsidiario de referencias a los agentes que cumple la cartera a vencimiento del Banco.

En otro orden de cosas, el artículo 104 del Tratado de Maastricht establece la prohibición de que los bancos centrales concedan cualquier tipo de crédito al sector público o acudan al mercado primario de deuda pública de los estados miembros.

La interpretación que se ha venido proponiendo de este artículo por parte del Comité de Gobernadores de los bancos centrales establece no solo la imposibilidad de que un banco central suscriba emisiones de deuda pública, sino también de que el banco central, por medio de operaciones en el mercado secundario, amortigüe la libre fluctuación de los precios para garantizar al Estado una financiación más barata. En este sentido, una cartera de títulos públicos pequeña y estable sería la mejor forma de cumplir este precepto por parte del banco central.

Como se ha visto, ni los valores obtenidos vía repo ni los obtenidos vía simultánea tienen trascendencia en la cartera de títulos del Banco de España, por lo que, en principio, estaría cubierta formalmente la limitación impuesta a la financiación del Tesoro. Esto, además, es lógico, ya que se

trata de valores adquiridos como garantía en inyecciones de liquidez, y cuya propiedad no encierra ninguna intención de financiar al Tesoro por parte del banco emisor.

Pero hay que tener en cuenta dos aspectos que podrían generar algún tipo de problema desde la aplicación estricta del art. 104 del tratado de Maastricht:

Por una parte, y desde el punto de vista de la propiedad, el titular de los valores es el Banco de España, tanto si interviene mediante repos, cuanto si interviene mediante simultáneas. En el caso de la intervención mediante simultáneas, además, la mayor disponibilidad de los títulos adquiridos podría reforzar la apariencia de que se está engrosando la cartera a vencimiento del Banco.

Por otra parte, la intervención guarda las características de estabilidad suficientes para que durante períodos muy largos el Banco de España sea titular de un saldo importante de valores públicos, lo que podría ser interpretado como una actuación tendente a asegurar un volumen de demanda de valores que garantizase una financiación cómoda por parte del Tesoro.

En cualquier caso, para este tipo de objeciones, lo relevante no es la operatoria utilizada, sino más bien el tipo de valor que se utiliza como contrapartida de la operación.

## **6. IMPLICACIONES ECONÓMICAS**

Ambos tipos de operaciones dobles se pueden considerar sustitutivos a la hora de la realización de operaciones de financiación por medio de la cesión de títulos. Sin embargo, este carácter sustitutivo no es total.

Del análisis de la normativa aplicable a ambas operaciones realizado anteriormente, se desprende que el repo presenta ventajas para el

vendedor del valor<sup>(63)</sup>. En la medida en que se garantiza por la Central que el adquirente del valor lo mantiene en su cartera a la hora del vencimiento de la recompra, no existe posibilidad de incumplimiento por parte de este último. De esta forma, el vendedor inicial podría estar interesado en soportar un mayor coste financiero como contrapartida al menor riesgo que sufre en comparación con la operación simultánea. Más aún: en la posición contraria, el adquirente exigirá un rendimiento mayor debido a las restricciones operativas que soporta con respecto a las simultáneas, al no poder disponer libremente de los valores más allá del plazo de la operación repo.

El efecto contrario se produce en las operaciones simultáneas. En ellas el vendedor soporta el riesgo potencial, no existente en los repos, de que el adquirente no posea los valores en la fecha del vencimiento de la compra. Por ello exigirá un coste menor en su financiación. Al mismo tiempo, la flexibilidad de la operativa en simultánea para el comprador hará que este pueda permitirse obtener un rendimiento menor que el que obtendría mediante repos, ya que el diferencial restante puede obtenerlo a través de operaciones a vencimiento o de otro tipo con los valores recibidos, cosa que no podría realizar si los valores los hubiera obtenido a través de un repo.

En definitiva, dada la hipotética **mayor seguridad** de los repos para el vendedor y la menor flexibilidad para el comprador respecto de las operaciones simultáneas, el tipo de interés de las primeras tendrá un diferencial positivo con respecto al de las segundas, ya que la demanda de fondos se canalizará hacia los repos por su **mayor seguridad** y la oferta de fondos hacia las simultáneas por la mayor agilidad de disposición que ofrecen al comprador-vendedor.

Sin embargo, hay que llamar la atención sobre otros factores que podrían hacer que no se produjese el diferencial de tipos de interés en el mercado, y que, al final, muchas veces implican la casi total identidad entre las rentabilidades de una y otra operación. En efecto: todas las

---

<sup>(63)</sup> Para una descripción más completa, véase "El mercado de operaciones simultáneas", de Soledad Núñez Ramos (Operaciones, Banco de España).



razones aducidas hasta aquí en favor de la existencia de un diferencial positivo entre el tipo de las operaciones repo y el tipo de las operaciones simultáneas solo son válidas en la comparación de los precios arrojados por el mercado de repos y el de simultáneas sobre una misma referencia, cuando ambos presentan una liquidez similar y aceptable. Aspectos tales como la existencia de primas de liquidez del valor transmitido<sup>(64)</sup>, existencia de hábitats preferidos por los inversores (en el sentido de no conexión de los precios por participación de agentes específicos en cada uno de ellos) y otros podrían provocar que el diferencial mencionado no se produjera<sup>(65)</sup>.

El teórico diferencial positivo en favor del tipo de interés de los repos puede favorecer estrategias determinadas por parte de los intermediarios financieros sobre la financiación obtenida por medio de una u otra operación, así como sobre la colocación de fondos por medio de una u otra. Entre los diferentes casos posibles, se encuentran los siguientes:

1. Si se financiaran mediante repos y se colocaran los fondos también mediante repos, su margen sería, en principio, neutro. Su margen sería también, en principio, neutro, si se financiaran mediante operaciones simultáneas y colocara los fondos también vía simultánea.
2. Si se financiaran mediante repos y se colocaran los fondos mediante simultánea, su margen podría llegar a ser

---

<sup>(64)</sup> En el caso de las simultáneas, la prima de liquidez se refiere no solo a la del mercado de operaciones dobles en esa referencia, sino también a la surgida de la liquidez del mercado de contado.

<sup>(65)</sup> Ténganse en cuenta que, sin embargo, la condición de que el tipo de las operaciones simultáneas sea menor o igual que el de las operaciones repo en referencias suficientemente liquidas es una condición de no arbitraje. De no ser así, un inversor podría comprar valores mediante simultánea y financiarlos mediante repo, obteniendo un diferencial positivo sin riesgo. Lo contrario no es cierto, al no poderse transmitir en simultánea valores adquiridos vía repo.

negativo<sup>(66)</sup>.

En este contexto, y dado que el Banco de España generalmente se convierte en proveedor de financiación para el mercado, el que su operativa se realice vía repo o vía simultánea no es indiferente para los intermediarios que acuden a financiarse en él<sup>(67)</sup>. Por tanto, los dos casos anteriores se concretan de la siguiente forma:

1. Si el Banco de España utiliza operaciones repo, como hizo en el pasado, los intermediarios solo estarán dispuestos a colocar estos fondos en forma de repo, con el fin de obtener un diferencial positivo, dada su mayor rentabilidad respecto de las simultáneas. Así, además, se mantiene un segmento importante del mercado de operaciones dobles en este tipo de operaciones, ya que, aunque la inyección de efectivo vía repo no imposibilite su colocación vía simultánea, por lo menos la dificulta grandemente en aquellos casos en los que las características de la referencia negociada produce el diferencial positivo de tipos entre el repo y la simultánea.
2. Si lo hace a través de simultáneas, los intermediarios tendrían más fácil, en principio, elegir cualquiera de las dos posibilidades, siempre y cuando la otra parte esté dispuesta a soportar el coste mayor del repo.

En conclusión, del régimen jurídico de una y otra operación, surge un diferencial de tipos de interés positivo a favor de los repos. Además, parece desprenderse de lo anterior que parte de la operativa en repo en

---

<sup>(66)</sup> No es de esperar que una entidad emprenda una operación de intermediación con margen negativo o neutro, a no ser que este se vea compensado con creces por las comisiones cobradas. La idea que se intenta transmitir es la de que la actividad de financiación de operaciones repo mediante operaciones simultáneas encuentra dificultades en el diferencial de tipos de interés que se produce entre ambas.

<sup>(67)</sup> Cualquier entidad sometida a coeficiente de caja de cómputo decenal puede acudir a la subasta de fondos que el Banco de España realiza decenalmente. Sin embargo, solo los creadores de mercado pueden acudir a financiarse diariamente con el Banco de España.

el mercado secundario ha sido consecuencia de la intervención del Banco de España mediante esta modalidad<sup>(68)</sup>. De otra forma, los intermediarios en este mercado sufrirían una reducción de su margen de intermediación, al colocar los fondos mediante operaciones simultáneas.

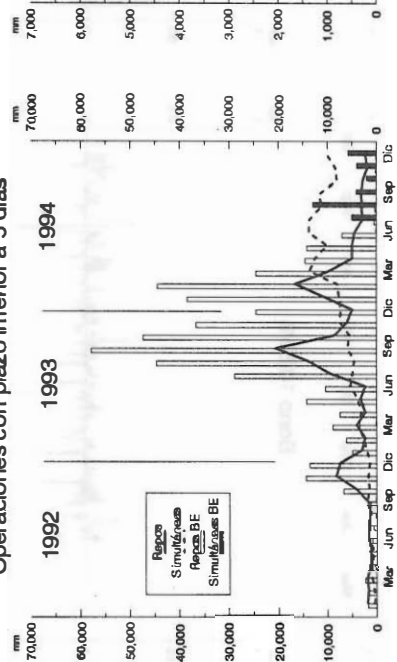
---

<sup>(68)</sup> Se mantiene que la intervención del Banco de España a través de repos de deuda pública, que es la única forma de poder captar valores que han sido, a su vez, transmitidos tanto en repo cuanto en simultánea, fomenta la operativa en repo entre los miembros del mercado, ya que la operación más beneficiosa para un agente será llevar al Banco de España los valores que ha conseguido vía repo (por el juego de precios).

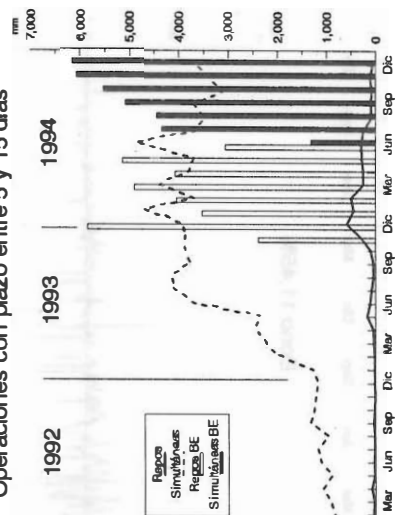
Gráfico 1

# OPERACIONES DOBLES CON DEUDA PÚBLICA: VOLÚMENES NEGOCIADOS

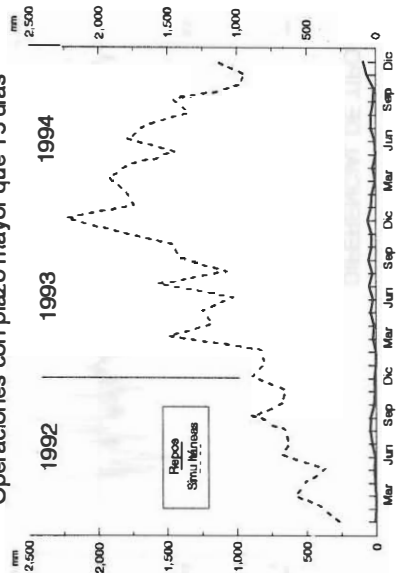
Operaciones con plazo inferior a 5 días



Operaciones con plazo entre 5 y 15 días



Operaciones con plazo mayor que 15 días



Total de operaciones

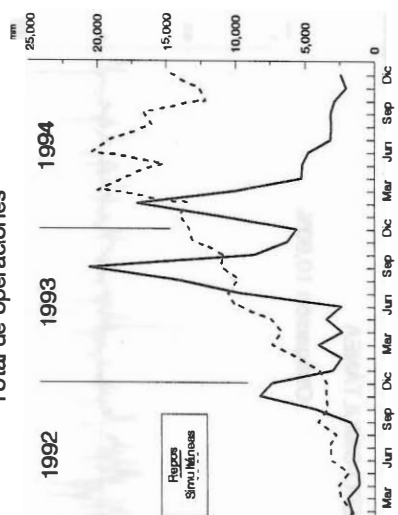
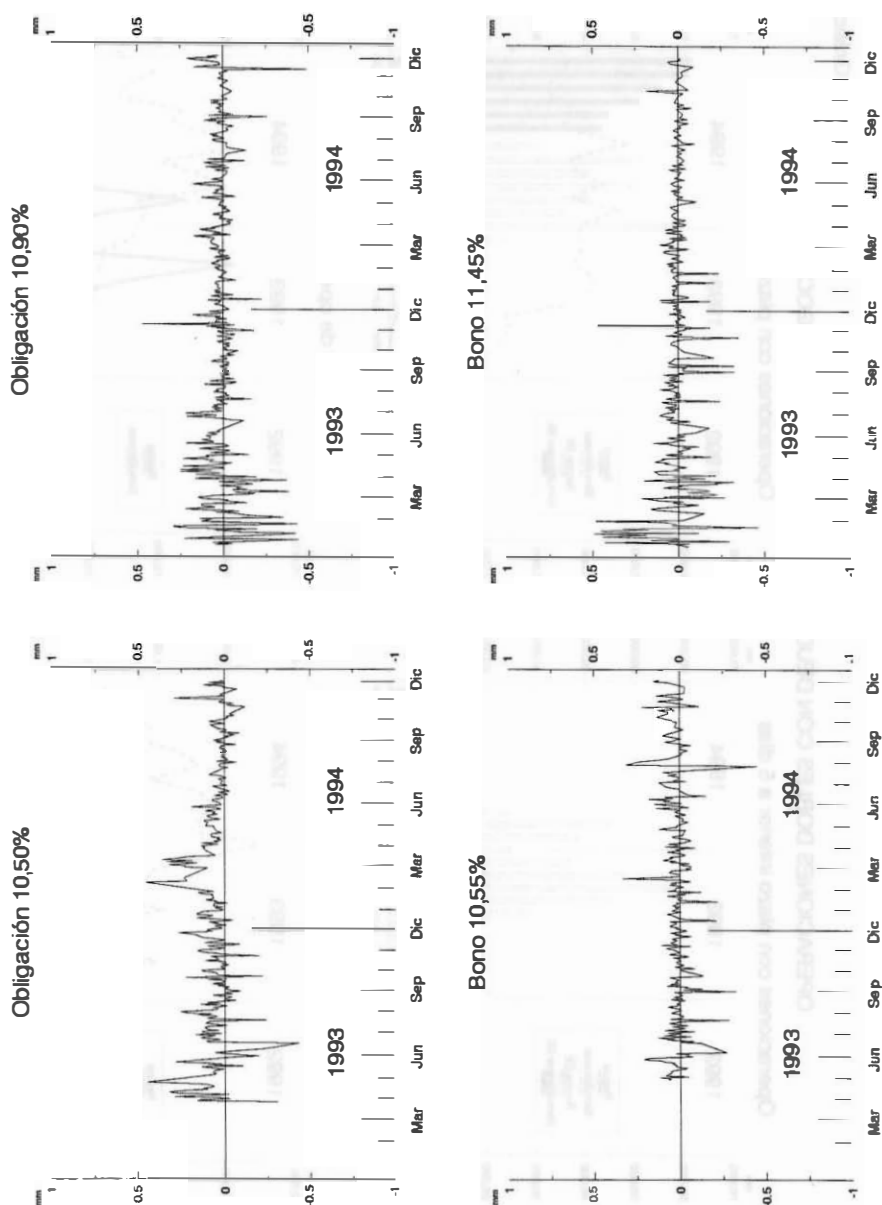


Gráfico 2

# DIFERENCIAL DE TIPO DE INTERÉS REPO-SIMULTÁNEA



**ANEJO: RELACIÓN DE LA LEGISLACIÓN BÁSICA SOBRE MERCADO DE DEUDA EN ANOTACIONES EN CUENTA**

- Ley 21/1986, de 23 de diciembre, de Presupuestos Generales del Estado para 1987, por la que se habilita la creación de un sistema de anotaciones en cuenta para la deuda del Estado, gestionado por el Banco de España.
- RD 505/1987, de 3 de abril, por la que se crea la Central de Anotaciones en Cuenta de Deuda del Estado, adaptado a la Ley 24/88 del mercado de valores (creación de las agencias y sociedades de valores) por el RD 1009/91, de 21 de junio.
- OM 19/05/1987 por la que se desarrolla el RD 505/87. Su adaptación a la Ley 24/88 del mercado de valores se realiza en virtud de la OM 31/10/1991.
- Resoluciones de la DGTPF de 24/06/1987 y 09/07/1987 por las que se desarrolla la OM 19/05/1987.
- Circular Banco de España 16/87, de 19 de mayo, modificada por las circulares 5/89 y 3/90 en virtud de las cuales se desarrollan las normas anteriores y se establecen las operaciones que pueden realizarse en el mercado secundario por los titulares de cuenta.
- Circular Banco de España 12/88, de 8 de septiembre, por la que se establece la operativa a plazo entre titulares, anticipándose a la entrada en vigor de la Ley 24/88 del mercado de valores que recoge esta operativa a plazo.
- Circular Banco de España 6/91, de 13 de noviembre, modificada por la Circular Banco de España 6/93, de 26 de marzo, por la que se refunden algunas de las normas citadas anteriormente.

Circular Banco de España 8/91, de 26 de noviembre, (según la Resolución de la DGTPF de 21/03/1989), modificada por la Circular Banco de España 6/93, de 26 de marzo, por la que se autorizan las operaciones a plazo de las gestoras con capacidad plena y sus clientes por importe superior a 100 millones de pesetas.

## DOCUMENTOS DE TRABAJO (1)

- 9010 **Anindya Banerjee, Juan J. Dolado and John W. Galbraith:** Recursive and sequential tests for unit roots and structural breaks in long annual GNP series.
- 9011 **Pedro Martínez Méndez:** Nuevos datos sobre la evolución de la peseta entre 1900 y 1936. Información complementaria.
- 9103 **Juan J. Dolado:** Asymptotic distribution theory for econometric estimation with integrated processes: a guide.
- 9106 **Juan Ayuso:** Los efectos de la entrada de la peseta en el SME sobre la volatilidad de las variables financieras españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9107 **Juan J. Dolado y José Luis Escrivá:** La demanda de dinero en España: definiciones amplias de liquidez. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9109 **Soledad Núñez:** Los mercados derivados de la deuda pública en España: marco institucional y funcionamiento.
- 9110 **Isabel Argimón y José M.<sup>a</sup> Roldán:** Ahorro, inversión y movilidad internacional del capital en los países de la CE. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9111 **José Luis Escrivá y Román Santos:** Un estudio del cambio de régimen en la variable instrumental del control monetario en España. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9112 **Carlos Chuliá:** El crédito interempresarial. Una manifestación de la desintermediación financiera.
- 9113 **Ignacio Hernando y Javier Vallés:** Inversión y restricciones financieras: evidencia en las empresas manufactureras españolas.
- 9114 **Miguel Sebastián:** Un análisis estructural de las exportaciones e importaciones españolas: evaluación del período 1989-91 y perspectivas a medio plazo.
- 9115 **Pedro Martínez Méndez:** Intereses y resultados en pesetas constantes.
- 9116 **Ana R. de Lamo y Juan J. Dolado:** Un modelo del mercado de trabajo y la restricción de oferta en la economía española.
- 9117 **Juan Luis Vega:** Tests de raíces unitarias: aplicación a series de la economía española y al análisis de la velocidad de circulación del dinero (1964-1990).
- 9118 **Javier Jareño y Juan Carlos Delrien:** La circulación fiduciaria en España: distorsiones en su evolución.
- 9119 **Juan Ayuso Hnertas:** Intervenciones esterilizadas en el mercado de la peseta: 1978-1991.
- 9120 **Juan Ayuso, Juan J. Dolado y Simón Sosvilla-Rivero:** Eficiencia en el mercado a plazo de la peseta.
- 9121 **José M. González-Páramo, José M. Roldán and Miguel Sebastián:** Issues on Fiscal Policy in Spain.
- 9201 **Pedro Martínez Méndez:** Tipos de interés, impuestos e inflación.
- 9202 **Víctor García-Vaquero:** Los fondos de inversión en España.
- 9203 **César Alonso y Samuel Bentolila:** La relación entre la inversión y la «Q de Tobin» en las empresas industriales españolas. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9204 **Cristina Mazón:** Márgenes de beneficio, eficiencia y poder de mercado en las empresas españolas.
- 9205 **Cristina Mazón:** El margen precio-coste marginal en la encuesta industrial: 1978-1988.
- 9206 **Fernando Restoy:** Intertemporal substitution, risk aversion and short term interest rates.
- 9207 **Fernando Restoy:** Optimal portfolio policies under time-dependent returns.
- 9208 **Fernando Restoy and Georg Michael Rockinger:** Investment incentives in endogenously growing economies.



- 9501 **Jorge Blázquez y Miguel Sebastián:** Capital público y restricción presupuestaria gubernamental.
- 9502 **Ana Buisán:** Principales determinantes de los ingresos por turismo.
- 9503 **Ana Buisán y Esther Gordo:** La protección nominal como factor determinante de las importaciones de bienes.
- 9504 **Ricardo Mestre:** A macroeconomic evaluation of the Spanish monetary policy transmission mechanism.
- 9505 **Fernando Restoy and Ana Revenga:** Optimal exchange rate flexibility in an economy with intersectoral rigidities and nontraded goods.
- 9506 **Ángel Estrada y Javier Vallés:** Inversión y costes financieros: evidencia en España con datos de panel. (Publicada una edición en inglés con el mismo número.)
- 9507 **Francisco Alonso:** La modelización de la volatilidad del mercado bursátil español.
- 9508 **Francisco Alonso y Fernando Restoy:** La remuneración de la volatilidad en el mercado español de renta variable.
- 9509 **Fernando C. Ballabriga, Miguel Sebastián y Javier Vallés:** España en Europa: asimetrías reales y nominales.
- 9510 **Juan Carlos Casado, Juan Alberto Campoy y Carlos Chuliá:** La regulación financiera española desde la adhesión a la Unión Europea.
- 9511 **Juan Luis Díaz del Hoyo y A. Javier Prado Domínguez:** Los FRAs como guías de las expectativas del mercado sobre tipos de interés.
- 9512 **José M.ª Sánchez Sáez y Teresa Sastre de Miguel:** ¿Es el tamaño un factor explicativo de las diferencias entre entidades bancarias?
- 9513 **Juan Ayuso y Soledad Núñez:** ¿Desestabilizan los activos derivados el mercado al contado?: La experiencia española en el mercado de deuda pública.
- 9514 **M.ª Cruz Manzano Frías y M.ª Teresa Sastre de Miguel:** Factores relevantes en la determinación del margen de explotación de bancos y cajas de ahorros.
- 9515 **Fernando Restoy and Philippe Weil:** Approximate equilibrium asset prices.
- 9516 **Gabriel Quirós:** El mercado francés de deuda pública.
- 9517 **Ana L. Revenga and Samuel Bentolila:** What affects the employment rate intensity of growth?
- 9518 **Ignacio Iglesias Araúzo y Jaime Esteban Velasco:** Repos y operaciones simultáneas: estudio de la normativa.

---

(1) Los Documentos de Trabajo anteriores figuran en el catálogo de publicaciones del Banco de España.