

# MEMORIA DEL TRABAJO FIN DE GRADO

*Estudio comparativo de los Strip de Bonos de Deuda Pública entre Alemania, España,  
Estados Unidos y Gran Bretaña*

*(Comparative study of the Strips Bonds of Public Debt between Great Britain,  
Germany, Spain and United States)*

Autor: D Stuart Guillermo Rodríguez Quinnell

Tutor: D Néstor A. Bruno Pérez

Grado en Administración y Dirección de Empresas  
FACULTAD DE ECONOMÍA, EMPRESA Y TURISMO  
Curso Académico 2014 / 2015

San Cristóbal de La Laguna, a FECHA

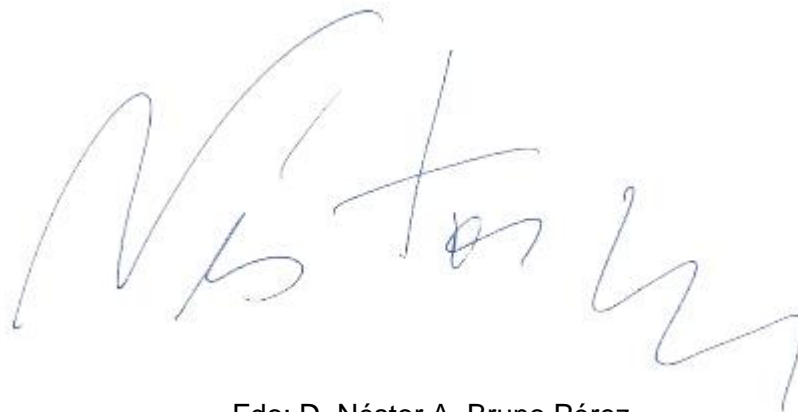
D. Néstor A. Bruno Pérez del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad.

CERTIFICA:

Que la presente Memoria de Trabajo Fin de Grado en Administración y Dirección de Empresas titulado Estudio comparativo de los Bonos Strips de Bonos de Deuda Pública entre “Alemania, España, Estados Unidos y Gran Bretaña” y presentado por el Alumno Stuart Guillermo Rodríguez Quinnell realizado bajo mi dirección, reúne las condiciones exigidas por la Guía Académica de la asignatura para su defensa.

Para que así conste y surta los efectos oportunos, firmo la presente en La Laguna a veintinueve de Junio de dos mil quince

El tutor

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Néstor A. Bruno Pérez', is written over a large, faint watermark of the same signature.

Fdo: D. Néstor A. Bruno Pérez  
La Laguna a 29 de junio de 2015

## ÍNDICE DE CONTENIDO

|  |    |
|--|----|
| 1. INTRODUCCIÓN: ¿QUIÉN LOS CREO? Y ¿QUÉ SON LOS STRIPS?.....                                  | 6  |
| 2. EL DESARROLLO DEL MERCADO DE STRIPS EN ESPAÑA.....  | 7  |
| 2.1. EL ORIGEN DE LOS STRIP DE BONOS EN ESPAÑA.....  | 7  |
| 2.2. NORMATIVA DE LOS BONOS SEGREGABLES EN ESPAÑA .....  | 7  |
| 2.3. CREADORES DE MERCADO .....  | 8  |
| 2.4. OPERACIONES EN EL MERCADO SECUNDARIO.....   | 9  |
| 2.5. TRATO FISCAL DE LOS STRIPS EN ESPAÑA.....   | 9  |
| 2.6. MOTIVOS DE LA ESCASA COMERCIALIZACIÓN DE STRIPS EN<br>ESPAÑA .....                        | 10 |
| 2.6.1. Duración de los Strips.....   | 10 |
| 2.6.2. El tamaño del mercado.....  | 10 |
| 2.7. VOLUMEN DE STRIPS EMITIDOS EN EL MERCADO PRIMARIO Y<br>SECUNDARIO.....                    | 11 |
| 3. EL DESARROLLO DEL MERCADO DE STRIPS EN GRAN BRETAÑA.....                                    | 13 |
| 3.1. LOS BONOS STRIPS EN GRAN BRETAÑA – GILT STRIPS.....                                       | 13 |
| 3.2. MARKET MAKERS DE GILT STRIPS.....   | 13 |
| 3.3. NORMATIVA BRITANICA SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DE LOS GILT<br>STRIPS.....                    | 14 |
| 3.3.1. Quiénes puede llevar a cabo el acto de segregación y reconstitución....                 | 14 |
| 3.3.2. Proceso de segregación y reconstitución de gilt Strips.....                             | 14 |
| 3.3.2.1. Proceso de segregación.....   | 14 |
| 3.3.2.2. Segregación a través de un market Maker.....  | 15 |
| 3.3.2.3. Reconstitución a través del Market Maker.....   | 15 |
| 3.3.2.4. Unidades mínimas para llevar realizar la segregación y<br>reconstitución.....         | 16 |
| 3.4. COMERCIALIZACIÓN DE LOS <i>GILT STRIPS</i> EN EL MERCADO<br>SECUNDARIO.....               | 16 |
| 3.5. IMPUESTOS SOBRE LOS <i>GILT STRIPS</i> EN GRAN BRETAÑA.....                               | 17 |
| 3.5.1. Principales características del régimen de impuestos aplicado a los Gilt<br>Strips..... | 17 |
| 3.6. RAZONES DEL LENTO CRECIMIENTO DE LOS <i>GILT STRIPS</i> .....                             | 18 |
| 3.7. VOLUMEN DE <i>GILT STRIPS</i> EMITIDOS EN GRAN BRETAÑA.....                               | 19 |
| 4. EL MERCADO DE STRIPS EN ESTADOS UNIDOS.....   | 19 |

|  |    |
|--|----|
| 4.1. CREADORES DE MERCADO EN ESTADOS UNIDOS .....                                  | 20 |
| 4.2. NORMATIVA SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DE LA SEGREGACIÓN Y<br>RECONSTITUCIÓN ..... | 21 |
| 4.2.1. ¿Cómo funciona el programa Strips?.....                                     | 21 |
| 4.2.2. Reconstitución de los bonos cupón cero segregados.....                      | 22 |
| 4.2.3. Razones para llevar a cabo la reconstitución.....                           | 22 |
| 4.3. TRATAMIENTO FISCAL DE LOS BONOS STRIP EN ESTADOS UNIDOS.....                  | 23 |
| 4.4. VOLUMEN DE BONOS STRIP EMITIDOS EN ESTADOS UNIDOS.....                        | 24 |
| 5. EL MERCADO DE STRIPS EN ALEMANIA.....   | 25 |
| 5.1. CREADORES DE MERCADO EN ALEMANIA .....  | 25 |
| 5.2. SEGREGACION Y RECONSTITUCION DE LOS BONOS FEDERALES .....                     | 25 |
| 5.3. PROCESO DE SEGREGACION Y RECONSTITUCIONES A TRAVÉS DE<br>CLEARSTREAM.....     | 26 |
| 5.3.1.Segregación y reconstitución de los cupones.....                             | 26 |
| 5.3.2.Recepción y entrega de los Strips.....                                       | 26 |
| 5.4. TRATAMIENTO FISCAL DE LOS STRIPS.....   | 27 |
| 5.4.1. Tratamiento fiscal para inversores residentes.....                          | 27 |
| 5.4.2. Tratamiento fiscal para inversores no residentes.....                       | 27 |
| 5.5. VOLUMEN DE BONOS STRIPS EMITIDOS EN ALEMANIA EN 2014.....                     | 28 |
| 6. TABLAS COMPARATIVAS.....  | 28 |
| 7. CONCLUSIONES.....   | 33 |
| 8. BIBLIOGRAFÍA.....   | 33 |

## ÍNDICE DE TABLAS

|   |    |
|---|----|
| Tabla 3.7.1: Tabla de negociación de deuda pública en el Mercado secundario (2014)..... | 12 |
| (Corresponde a la primera tabla del capítulo tercero)                                   |    |
| Tabla 3.7.2: Bonos y Obligaciones del Estado Segregados (2014).....                     | 11 |
| (Corresponde a la segunda tabla del capítulo tercero)                                   |    |
| Tabla 4.5: Volumen de Gilt Strip emitidos en Gran Bretaña (2014).....                   | 19 |
| (Corresponde a la primera tabla del capítulo tercero)                                   |    |
| Tabla 5.5: Bonos Strips emitidos en Estados Unidos en el año 2014.....                  | 24 |
| (Corresponde a la primera tabla del capítulo quinto)                                    |    |
| Tabla 6.5: Volumen de Strips emitidos en Alemania (2014).....                           | 28 |
| (Corresponde a la primera tabla del capítulo tercero)                                   |    |

## RESUMEN

Los strip de bonos son un tipo de activo financiero que tras su introducción en Estados Unidos y su posterior éxito, creó grandes expectativas en los países del plano Europeo. Sin embargo, aunque se trata de un activo muy rentable, este no ha tenido el impacto deseado en países como España y Gran Bretaña.

Por ello, se ha decidido llevar a cabo un estudio exhaustivo de los Strips desde diferentes puntos de vista, y en diferentes países, siendo los países seleccionados: Alemania, España, Estados Unidos y por último Gran Bretaña. Con esto se pretende responder a dos hipótesis principales, en la primera ver si existe un tratamiento diferente de los Strips desde diferentes puntos de vista, y en segundo lugar, comprobar si estos han tenido el mismo impacto en cada uno de los países estudiados. En el caso de España, intentaremos profundizar en mayor medida para intentar esclarecer los motivos por los cuáles esto ha sucedido. La elección del tema viene dado por el gran interés que poseo por los mercados financieros, y me pareció interesante estudiar en mayor profundidad el funcionamiento de los Strips en diversos países de gran importancia.

**Palabras Clave:** Strips, segregación, creadores de mercado, bonos cupón zero.

## ABSTRACT

*The strips bonds are a kind of financial active that after their introduction in United States, and their subsequent success, created great expectatives in the countries of the European plane. However, although it deals with a very profitable active, it hasn't had the impact desired in countries like Spain or Great Britain.*

*For that, it has been decided to realize an exhaustive study of the strips from different perspectives, and in different countries, being selected the countries: United States, Spain, United Kingdom and Germany. With this it is pretended to reply to two hypotheses, in the first to see if there exists different treatments of the strips from different points of view, and in second place, if they have had the same impact in either one of the countries, or if they present more advantages or disadvantages in the moment of acquiring strip bonds. In the case of Spain, we will try to deepen further to try to clarify the reasons why this has happened. The choice of theme is given by the great interest that I have in the financial markets, and I found it interesting to study in more detail the operation of the Strips in various countries of great importance.*

**Keywords:** Strips, Stripping, Market Makers, Zero Coupon Bond

## 1. INTRODUCCIÓN: ¿QUIÉN LOS CREO? Y ¿QUÉ SON LOS STRIPS?

En 1982, la entidad financiera Merrill Lynch creó los primeros strip de bonos mediante la segregación y venta por separado del principal y de los cupones de bonos emitidos por el Tesoro de U.S. Años más tarde (1997), el propio Tesoro de Estados Unidos vio el gran potencial de este activo, por lo que decidió crear el programa Strips (Separate Trading of Registered Interest and Principal Securities). Este programa permitió a los dealers de bonos segregarse bonos con grandes vencimientos, e iguales a 10 años si estos eran emitidos después de Febrero de 1985, creando así activos de gran atractivo. Cuando el título era segregado, los pagos de los intereses generados y del principal, eran registrados de manera separada a través de la Reserva Federal. Así, cada pago de interés y del respectivo principal, podía ser vendida a inversores como un Bono Cupón Cero con vencimiento en la fecha de pago establecida.

En el ámbito europeo, se introdujo el Strip primeramente en el mercado francés en 1991, posteriormente siguieron el belga y el holandés, y años más tarde en 1997, las autoridades británicas y alemanas anunciaron la introducción de los bonos segregados en su mercado de Deuda Pública. En España concretamente, fue a través del artículo 2, apartado d) del Real Decreto 38/1997, de 17 de Enero, por el cual se dispone la creación de deuda pública, donde se permitió al Ministerio de Economía y Hacienda autorizar el acto de segregación del principal y de los cupones de ciertas emisiones de Deuda del Estado, al igual que su posterior reconstitución en el mercado secundario.

El acrónimo de Strip viene del concepto Americano “**stripping**” (la definición en español sería segregación), donde se separa los pagos de los intereses procedentes de los bonos del tesoro, y se venden los pagos de intereses y el valor principal como un valor segregado del Bono Cupón Cero. Pongamos un ejemplo, un inversor puede adquirir un bono del tesoro a 15 años, depositar el bono en una entidad de crédito autorizada y que este segregue los cupones y el nominal a su vez en una serie de Bonos Cupón Cero con vencimiento desde 1 año (la fecha del primer pago del cupón), hasta 15 años (la última fecha de pago del cupón junto a la del principal). De esta manera, el bono que en inicio era de 15 años, se ha transformado ahora en 16 bonos cupón zero, con 15 por cada uno de los cupones y uno para el nominal, siendo todos ellos Bonos Cupón Cero.

Las entidades que poseen la autorización y potestad para llevar a cabo la segregación y reconstitución de bonos, son los llamados Creadores de Mercado. Los creadores de mercado, son un conjunto de entidades y agentes financieros, que ayudan y facilitan a que haya mucha más liquidez en el mercado tanto primario como secundario de deuda pública.

El objetivo del presente estudio, es realizar un análisis profundo de los países seleccionados desde diferentes puntos de vista. A su vez, también comprobaremos el impacto que ha tenido la introducción de los Strips en Alemania, España, Estados Unidos y Gran Bretaña. De esta manera, podemos considerar dos hipótesis:

- Hipótesis 1: ver desde diferentes perspectivas, si el funcionamiento de los Strips es el mismo en cada uno de los países.
- Hipótesis 2: Observar si el impacto de los Strips ha sido similar, a través de los datos recogidos de las emisiones de bonos segregados a lo largo de 2014.

La metodología a utilizar se basa en un análisis teórico de los Strips en los países mencionados. Este análisis viene representado en la estructura planteada para el presente trabajo. En primer lugar, se establece una introducción de los Strips en cada uno de los países, es decir, en Alemania, España, Estados Unidos y Gran Bretaña, y posteriormente, se estudia la normativa de funcionamiento de la segregación y reconstitución, quien puede llevar a cabo el acto de segregación, requisitos, trato fiscal, retenciones fiscales, el volumen de bonos segregados emitidos, unas tablas comparativas de la información recabada, y por último las conclusiones del trabajo.

## **2. EL DESARROLLO DEL MERCADO DE STRIPS EN ESPAÑA**

### **2.1.EL ORIGEN DE LOS STRIP DE BONOS EN ESPAÑA**

Como mencionan Sánchez y otros (2004), los Strips tuvieron su origen en España a raíz de la entrada del mismo a la Unión Europea. Este tipo de activo financiero de Renta Fija, era una de las innovaciones pendientes a introducir en el Mercado de Deuda Pública a finales de los 80, donde existía una gran rivalidad entre los emisores de deuda pública en Europa a la hora de emitir bonos segregables. Tras ver el gran auge que estaba teniendo, y la gran visión de futuro que tenía, España decidió introducirlo también como activo dentro de su mercado de Deuda Pública.

### **2.2 NORMATIVA DE LOS BONOS SEGREGABLES EN ESPAÑA**

Antes de nada comentar, que aunque en este apartado se expone entre otras cosas las cantidades mínimas necesarias para poder llevar a cabo el acto de segregación y reconstitución, tanto en el mercado primario como secundario, se debe aclarar que estas no son las actuales. Esto es así, puesto que al ser una comparativa, hemos querido mostrar las diferencias existentes entre las distintas normativas vigentes en cada uno de los países. Actualmente, el montante mínimo para poder segregar o reconstituir un bono es de 500.000€, y los importes adicionales deberán ser múltiplos de 100.000€.

A modo de ver bajo que normas funcionan o son regidos los bonos segregables, y de quienes pueden, o que requisitos deben de cumplirse para la segregación de bonos en España, se ha accedido a la circular del 19 de Junio de 1997 (Operaciones de segregación y reconstitución de valores de Deuda del Estado), donde se hace referencia a las diferentes cuantías y plazos que deben de cumplir los segregables a la hora de su negociación con terceros, y se especifica a su vez cómo se realiza el proceso de segregación y reconstitución de bonos. En dicho circula se indica que los importes tanto del principal como de los cupones, deberán ser respectivamente como mínimo de 10.000.000 millones de pesetas (60.101.21€) el principal segregado, y 1000 pesetas (6.01€) el cupón. Serán fungibles entre si los cupones segregados con la misma fecha de vencimiento, aun cuando provengan de diferentes referencias de bonos segregables. Sin

embargo, no serán fungibles los cupones segregados los cupones segregados con principales segregados aun cuando su fecha de vencimiento sea la misma. Tampoco serán fungibles entre si los principales segregados y a los cupones segregados, obtenidos como consecuencia de las operaciones de segregación.

Una vez segregados los bonos, la Central de Anotaciones otorgará nuevos códigos-valor a aquellos principales y cupones segregados, obtenidos como resultado de las operaciones de segregación. Y además, cuidará de que el importe total en circulación de cada código-valor representativo de cupones segregados sea la cantidad que corresponda

En el momento en el que se vaya a desarrollar el proceso de segregación y reconstitución de bonos segregables, dicho bono deberá ser de un montante mínimo de 50.000.000 de pesetas (300.506,05 euros), y en el caso de importes adicionales, deberán ser múltiplos de 10.000.000 de pesetas (60.101,21 euros). Si se cumple este requisito, se procederá a efectuar las órdenes de segregación y reconstitución en la fecha, y con el valor establecido según el manual de la Central de Anotaciones, por el cual, los valores resultantes de la ejecución serán negociables en el Mercado secundario según se establece en la orden del 19 de Junio de 1997.

### **2.3 CREADORES DE MERCADO EN ESPAÑA**

En España, los creadores de mercado cooperan con la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera en la expansión tanto interna como externa de la Deuda del Estado. Para que estas entidades puedan segregar y reconstituir bonos, deben actuar a través de la Central de Anotaciones la cual depende del Banco de España, además de ir bajo la autorización de la Dirección General del Tesoro y Política Financiera. La condición de entidad autorizada se otorgará mediante resolución de la citada dirección a aquellas entidades gestoras que se comprometan a cumplir los requisitos que ese organismo establezca. En la citada resolución se establecerá, asimismo, la periodicidad con la que se revisará la mencionada autorización. Es importante aclarar, que no es el Tesoro quien emite los Strips, este simplemente emite bonos segregables, y son los creadores de mercados de bonos y obligaciones quienes segregan los Strips correspondientes a sus cupones y principales.

Mediante el Listado de creadores de mercado y Dealers, hemos encontrado el total de creadores de mercado que actual a día de hoy en el mercado. Entre ellos encontramos a Bankinter, S.A, Bankia, S.A.U, Caixabank S.A, Banco Santander S.A, y Deutsche Bank, A., CECABANK S.A, INTERDIN BOLSA, S.V, S.A., Y MORGAN STANLEY, S.V., S.A.U.. Entre los Dealers tenemos por otra parte al Banco de Bilbao, Banco Cooperativo Español, Banco Santander S.A., Bankia S.A., Bankinter S.A., Barclays Bank, BNP Paribas S.A., Caixa Bank S.A., Cecabank S.A., Citigroup, Credit Suisse Securities, Deutsche Bank, HSBC France, Goldman Sachs internacional Bank, J.P. Morgan Securities PLC, and Credit Agricole Corporate Bank.



## 2.4 OPERACIONES EN EL MERCADO SECUNDARIO

En el mercado secundario se lleva a cabo la compra-venta de valores que ya han sido emitidos en una oferta inicial en el mercado Primario. Normalmente en la mayoría de las ordenaciones, dicho mercado secundario está compuesto por tres sub-mercados: la bolsa de valores, el mercado de Deuda pública anotada en cuenta y los mercados oficiales de futuros y opciones

En el caso en que se realicen operaciones de venta de Bonos segregados a través del mercado secundario, se deberá cumplir una serie de requisitos para que esto sea posible. En primer lugar, los importes mínimos de las operaciones contratadas en el mercado secundario deberán tener los valores siguientes:

1. El importe mínimo del principal segregado será el establecido en cada momento para liquidar operaciones mediante el servicio telefónico del mercado de dinero en lo sucesivo (STMD).
2. En el caso de los cupones segregados, el mínimo será el establecido en el STMD (en la actualidad, el importe mínimo es de 50.000.000 de pesetas).
3. En el caso de operaciones con la participación con terceros, el principal segregado deberá ser como mínimo de 10.000.000 pesetas, y los cupones segregados de 1.000.000 de pesetas. Asimismo, las operaciones de importe superior a este, deberán ser múltiplos del valor nominal unitario determinado.

De la misma forma, de acuerdo a lo establecido en el apartado 3 del número primero de la orden del 19 de Junio de 1997, en ningún caso los valores del principal o de los cupones segregados podrán ser inferiores a 10.000.00 y 1.000.999 de pesetas.

Por otra parte, el Banco de España, mediante los manuales de la Central de Anotaciones y del STMD y demás normas técnicas que vengán a actualizarlos, establecerá los procedimientos de comunicación de las operaciones autorizadas en cada momento, mediante las cuales podrán negociarse los principales segregados y cupones segregados. Por último, a la entrada en vigor de la presente circular, no podrán negociarse los valores segregados mediante operaciones de compraventa con pacto de recompra (repos). La central de anotaciones establecerá, por medio de la correspondiente comunicación, el momento en que dichas operaciones podrán ser llevadas a cabo.

## 2.5 TRATO FISCAL DE LOS STRIPS EN ESPAÑA

Los valores que se general tras el proceso de segregación de los bonos y obligaciones del estado, son considerados como activos de rendimiento implícito, por lo que la diferencia entre el precio de venta y el de compra de dichos valores, tiene la consideración de rendimiento de capital mobiliario, estando sujeta como consecuencia, al impuesto sobre la Renta de las Personas Físicas.

Respecto a la tributación de los Strips de bonos, el Banco de España expone que al ser considerado como un rendimiento de capital mobiliario, este es integrado en la renta del ahorro gravándose al 20% hasta los 6000 euros, 22% entre los 6.000 y 50.000 euros,

y por último al 24% aquellos que excedan los 50.000 euros en los ejercicios realizados al o largo de 2015. En el caso de que la fiscalidad del producto no sea a través del IRPF si no por el IS (Impuesto de Sociedades), los rendimientos procedentes tanto de la transmisión como de la amortización (vencimiento) de los activos segregados se integran en la base imponible del IS por su importe íntegro tributando, con carácter general, al 28% en 2015 y 25% en 2016 y ejercicios siguientes. Se imputará en cada ejercicio impositivo las rentas devengadas en el mismo, con independencia de la fecha en que realmente se reciban.

Como principal particularidad respecto a cualquier otro activo implícito, los rendimientos obtenidos por la transmisión o amortización de los activos segregados no estarán sujetos a retención a cuenta del IS.

Por último, comentar que no están sometidos a tributación en España los rendimientos derivados de la Deuda Pública española, obtenidos por personas físicas o entidades no residentes, siempre que no operen a través de un establecimiento permanente en España.

## **2.6 MOTIVOS DE LA ESCASA COMERCIALIZACIÓN DE STRIPS EN ESPAÑA**

### **2.6.1 Duración de los Strips**

Con el objetivo de explicar porque existe una poca negociación de los bonos Strips en comparación con otros países, hemos elaborado una teoría basada en la duración de los Strips en comparación con los bonos cupón zero o los bonos perpetuos, para ello nos hemos apoyado en un ejemplo. Digamos que un cliente desea crear un fondo de pensiones para generar unos rendimientos de aquí a unos 20-30 años, para así tener una serie de ingresos de los que disfrutar en el momento de su jubilación. Puesto que la duración es calculada mediante la formula  $D = \frac{i+r}{r}$ , y los intereses suelen rondar normalmente entre valores del 5-10%, esto trae como consecuencia que tanto los bonos normales como los perpetuos, no le permita alcanzar al inversor los rendimientos para la fecha deseada. Es aquí donde entran en juego los Strips, los Strips, permiten segregar en esos vencimientos, y generar una cantidad de dinero de manera muy aproximada a la deseada, y sin ningún tipo de riesgos de inversión.

En nuestra opinión, estos activos financieros son demasiado rentables para este y otro tipo de clientes, y por ello, las entidades intentan de alguna manera, que no sean tan comercializados.

### **2.6.1. El tamaño de Mercado**

Otro motivo que puede respaldar la escasa emisión de bonos segregados, es el tamaño del mercado español. En Europa, el mercado de strip que domina por excelencia es el de Alemania, el cual mueve mayores inversiones en activos financieros de este estilo. España por tanto se coloca en un segundo plano siendo a diferencia de Alemania un mercado de un estilo más residual.

## 2.7. VOLUMEN DE STRIPS EMITIDOS EN EL MERCADO PRIMARIO Y SECUNDARIO

Tras haberse accedido a la página del Banco Central de España y buscado las subastas realizadas de bonos y obligaciones segregados, se observó que el flujo de movimiento de los Strips en el mercado español es bastante reducido. Se han obtenido los datos correspondientes tanto al mercado primario como al secundario de deuda pública segregada a lo largo del 2014.

La primera tabla corresponde al volumen de bonos segregados en el mercado primario, y en la segunda tabla, los bonos segregados y comercializados en el mercado secundario, donde podemos hacer una distinción entre residentes y no residentes.

**TABLA 1**

**Tabla de negociación de deuda pública en el Mercado secundario (millones de euros)**

| Fecha   | Total   | Deuda Del Estado |                    |                   |                                    |                 |  |  |
|---------|---------|------------------|--------------------|-------------------|------------------------------------|-----------------|--|--|
|         |         | Total            | Deuda no Segregada |                   |                                    | Deuda Segregada |  |  |
|         |         |                  | Total              | Letras del Tesoro | Bonos y obligaciones no segregados | Total           | Principal de bonos y obligaciones segregados | Cupones de bonos y obligaciones segregados |
| 13. Jul | 777.469 | 714.283          | 663.793            | 92.423            | 571.369                            | 50.490          | 28.975                                       | 21.516                                     |
| Ago     | 778.413 | 715.199          | 664.522            | 89.504            | 575.018                            | 50.677          | 29.169                                       | 21.508                                     |
| Sep     | 788.352 | 724.981          | 674.151            | 90.987            | 583.164                            | 50.831          | 29.277                                       | 21.553                                     |
| Oct     | 781.729 | 720.947          | 669.580            | 91.742            | 577.838                            | 51.367          | 29.753                                       | 21.614                                     |
| Nov     | 789.392 | 728.041          | 676.483            | 89.839            | 586.644                            | 51.558          | 29.894                                       | 21.664                                     |
| Dic     | 794.262 | 733.668          | 681.328            | 89.174            | 592.154                            | 52.340          | 30.450                                       | 21.890                                     |
| 14.Ene  | 802.002 | 740.444          | 688.437            | 88.434            | 600.003                            | 52.007          | 30.504                                       | 21.503                                     |
| Feb     | 812.431 | 749.075          | 696.888            | 85.231            | 611.657                            | 52.187          | 30.590                                       | 21.597                                     |
| Mar     | 820.202 | 757.240          | 704.306            | 82.521            | 621.785                            | 52.934          | 31.110                                       | 21.823                                     |
| Abr     | 813.883 | 750.462          | 697.331            | 78.295            | 619.036                            | 53.131          | 31.274                                       | 21.858                                     |
| May     | 830.605 | 766.689          | 711.264            | 79.141            | 632.123                            | 55.426          | 32.844                                       | 22.582                                     |
| Jun     | 837.131 | 776.124          | 720.651            | 74.640            | 646.011                            | 55.473          | 32.911                                       | 22.562                                     |
| Jul     | 831.836 | 770.169          | 712.376            | 74.561            | 637.814                            | 57.794          | 35.025                                       | 22.769                                     |
| Ago     | 835.935 | 774.271          | 715.934            | 74.850            | 641.084                            | 58.336          | 35.503                                       | 22.833                                     |
| Sep     | 846.355 | 786.087          | 726.083            | 77.129            | 648.954                            | 60.004          | 36.660                                       | 23.345                                     |
| Oct     | 837.396 | 776.685          | 716.470            | 76.949            | 639.520                            | 60.216          | 36.825                                       | 23.391                                     |

|        |         |         |         |        |         |        |        |        |
|--------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Nov    | 840.295 | 785.543 | 724.294 | 77.344 | 646.950 | 61.249 | 37.566 | 23.682 |
| Dic    | 847.982 | 793.575 | 731.133 | 77.926 | 653.207 | 62.442 | 38.213 | 24.229 |
| 15.Ene | 869.316 | 814.940 | 751.725 | 79.321 | 672.404 | 63.215 | 38.630 | 24.585 |
| Feb    | 857.335 | 801.496 | 738.855 | 78.436 | 660.420 | 62.641 | 38.537 | 24.104 |

Fuente: Datos sacados del Tesoro Público de España

El total de deuda segregada en España a lo largo del año 2014 ha sido de 1.114.318 mil millones de euros.

**TABLA 2**  
**Bonos y Obligaciones del Estado Segregados (en millones de Euros)**

| Meses/año<br>2014 | Bonos y obligaciones del Estado Segregados |               |                    |               |
|-------------------|--|---------------|--------------------|---------------|
|                   | Principal Segregado                        |               | Cupones Segregados |               |
|                   | Residentes                                 | No residentes | Residentes         | No residentes |
| Enero             | 84.858                                     | 8.225         | 50.074             | 10.933        |
| Febrero           | 85.399                                     | 8.107         | 50.314             | 10.865        |
| Marzo             | 86.975                                     | 8.093         | 51.424             | 10.799        |
| Abril             | 70.129                                     | 8.211         | 52.441             | 10.107        |
| Mayo              | 91.683                                     | 8968          | 54.445             | 9.930         |
| Junio             | 95.907                                     | 8711          | 55.893             | 10.803        |
| Julio             | 95.057                                     | 9.726         | 59.247             | 11.042        |
| Agosto            | 96.035                                     | 9.599         | 59.966             | 10.636        |
| Septiembre        | 100.038                                    | 9.337         | 61.954             | 11.316        |
| Octubre           | 99.691                                     | 9.423         | 62.333             | 11.395        |
| Noviembre         | 101.054                                    | 9.048         | 63.740             | -             |
| Diciembre         | 51.569                                     | 4.713         | 32.052             | 6.162         |
| Total             | 963.338                                    | 93.761        | 683.883            | 83.988        |

Fuente: Datos obtenidos del Tesoro Público de España

### **3. EL DESARROLLO DEL MERCADO DE STRIPS EN GRAN BRETAÑA**

#### **3.1. LOS BONOS STRIPS EN GRAN BRETAÑA – GILT STRIPS**

El concepto de gilt tal y como comentan Choudhry y otros (2003), procede de la denominación de “Gilt-Edged Securities” o valores dorados, que sería el término oficial para el gobierno de bonos de Gran Bretaña. Los gilts son el método principal a través del cual el gobierno de Gran Bretaña financia el déficit entre los gastos y los ingresos fiscales. El mercado de strip comenzó en Gran Bretaña el 8 de Diciembre de 1997.

Los Gilt Edged Securities son emitidos a través de la oficina gestora de Deuda del Reino Unido, apareciendo listados en la bolsa de Londres. Se les denomina “gilt Securities”, puesto que en el pasado, los certificados de estos valores poseían un ribete dorado. En general se venden con un tipo de interés a lo largo de toda la duración del bono, pagándose dos veces al año, y con una devolución completa de su valor nominal a la fecha del vencimiento establecido. Los valores que son emitidos por el Reino Unido están considerados como unos de los de mayor calidad a nivel mundial.

Los gilts edged son emitidos en unidades de 100 libras, sin embargo, estos pueden ser negociados en unidades más pequeñas, y en periodos de 1 hasta 50 años. Una de sus características, es que estos no pueden ser cobrados en efectivo en fechas previas a la del vencimiento, aunque el inversor pueda venderlos en el mercado de bonos.

Los gilts edged del Reino Unido se caracterizan por el número de años que les quedan hasta el vencimiento. De esta forma, los gilts pueden ser de tres tipos, de fecha corta, media, o larga, dependiendo del número de años que queden hasta su vencimiento. De esta manera, serán de fecha corta si le quedan 7 años o menos para el vencimiento, de fecha media si los bonos tienen entre 7 y 15 años, y de fecha larga si la fecha hasta el vencimiento es superior de 15 años. Se debe tener en cuenta que este programa difiere de lo que es habitual en los Estados Unidos, donde los mercados de bonos seleccionan los vencimientos según otro tipo de criterio.

Aplicar la segregación o “stripping” a un gilt significa dividirlo en una serie de nominales que pueden ser comercializados por separados como gilts cupón zero. Así por ejemplo, un gilt a tres años tendrá 7 nominales: 6 pagos de cupones (de carácter semestral) y un pago del principal.

#### **3.2. MARKET MAKERS DE GILT STRIPS**

En el Caso de Gran Bretaña los Gilt Strips pueden ser generados únicamente por los miembros del sistema CREST, su Majestad la Tesorería, o el Banco de Inglaterra. Asimismo, como cualquier otra autoridad de valores, los Strips pueden realizarse a través de una persona, o en nombre de otra. De esta forma, cualquier persona puede ser propietario de sus propios Strips, haciendo acuerdos con un miembro del CREST. Los miembros del sistema CREST son los denominados Market Maker (creadores de mercado). Los market Makers llevan a cabo el proceso de segregación o “stripping” y de reconstitución de los bonos cupón cero. Según el listado proporcionado por Esma, las

entidades autorizadas para realizar dicha operación son: Barclays Bank plc, HSBC Bank PLC, Royal Bank of Scotland, y el Winterflood Securities Limited.

Un creador de mercado de gilts en Reino Unido, es una institución o dealer de primer orden en gilts, además de un intercambiador activo en cualquier gilts convencional, index-linked gilts o ambos. En el caso de los brokers, estos actúan simplemente como intermediarios de forma anónima entre creadores de mercados.

Los market Makers mencionados corresponden a aquellos que interactúan en el mercado de los gilt Strips. Claramente, existe un listado bastante más amplio de creadores de mercados en el Reino Unido, de los cuales podemos destacar por ejemplo, al Banco Santander.

### **3.3. NORMATIVA BRITANICA SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DE LOS GILT STRIPS**

En referencia a la normativa que rige el funcionamiento tanto de los gilt Strips como de su mercado, decir, que es bastante más extensa y detallada que la española, recogiendo un espectro bastante profundo acerca de que puede, y como debe hacerse para poder obtener Gilt Strips. En principio, cualquier activo que se haya sido emitido bajo las normas o requisitos que debe presentar un bono para ser segregado (y que comentaremos posteriormente), podrá obviamente ser segregado y reconstituido.

#### ***3.3.1. Proceso de Segregación y Reconstitución de Strips***

##### ***3.3.1.1. Proceso de Segregación***

Como hemos comentado, cualquier persona que desee tener Gilts puede hacerlo directamente, o segregándolo mediante algún miembro del sistema CREST en el CGO (Central Gilt Office). La segregación y reconstitución de gilts está de manera accesible para el mercado a través de los creadores de mercado o “Market Makers” (GEMMs). De esta manera, existen dos alternativas para un inversor que desee segregar totalmente un gilt, o parte de él, para convertirlo en un Gilt Strip, no siendo este un creador de mercado:

1. Vendiendo el gilt segregable a un GEMM (creador de mercado) y comprándolo de nuevo todo o parte del strip derivado del mismo (no necesariamente del mismo creador de mercado).
2. Organizando por el creador de mercado para segregar el cupón gilt en su beneficio, mediante pagos gratuitos a cuenta de un creador de mercado, y cogiendo el recibo de los Strips resultantes por el suministro gratuito.

Del mismo modo, algún inversor que no sea Market Makers que desee reconstituir un stock, podría o bien, vender el stock segregado a un creador de mercado, y posteriormente comprar de nuevo el stock ya constituido, o por otra parte, podría contactarse con un GEMM para reconstituir el stock en su beneficio ofreciendo un cupón apropiado y el principal del strip, libre de pagos para el Creador del Mercado, y recibiendo el cupón del strip como intercambio.

### **3.3.1.2. Proceso de Segregación a través de un Market Maker**

La información que se requiere en la solicitud de segregación, si es por cuenta del propio creador de mercado o dirigido a cuenta de un cliente, incluirá:

- a. Una única transacción de referencia
- b. La fecha del acuerdo previsto (esto es para permitir futuras solicitudes)
- c. La identificación de la cuenta del miembro relevante del CGO.
- d. El nominal del montante del gilt o cupón que desea segregarse.
- e. El código ISIN del activo para ser segregado

La solicitud puede también incluir de forma opcional:

- Un número de identificación del cliente.
- La prioridad asignada a la petición de segregación, que determina el orden de procedimiento si hay más de un ítem en la cola del stock del participante.

La solicitud del strip se validará para garantizar, por ejemplo, que:

- El participante es apto para segregar un stock
- Si el stock es segregable, y:
- Si la cantidad en unidades es aceptada por el sistema

Después de la validación, la cuenta de activos del GEMM será actualizada, y sujeta a:

- Si la cantidad del activo es suficiente para ser segregado mediante la cuenta del miembro.
- Si la transacción llega a el top de la cola del stock; y
- The intended settlement date being reached.

Este proceso tarda un pequeño periodo de tiempo para completarse, tiempo en el cual, los participantes podrán monitorizar la publicación de los activos para confirmar que los movimientos necesarios que han tenido lugar a través de su cuenta de activos se han realizado. También será posible retirar una solicitud de segregación en cualquier momento previo de que sea procesado por el sistema.

### **3.3.1.3. Reconstitución a través un Market Maker**

En el caso de la reconstitución de un bono, el sistema entregará un cupón gilt en solicitud a un intercambio por el correspondiente strip principal junto a las cantidades correspondientes de todos los vencimientos de los cupones strip, que representan los cash-flow del bono. La información que se requiere en una solicitud para reconstituir el nominal de un activo segregado es muy parecida a la información que se necesita a la hora de solicitar la segregación. De este modo, solo tendrá que incluir el ISIN del activo para ser reconstituido, en lugar de los ISNs de los componentes del strip. Los controles practicados por el sistema CGO serán también similares.

Seguidamente, el sistema buscará automáticamente la cuenta del miembro correspondiente a los Strips requeridos, que necesitarán por tanto estar sujetos a una cuenta de algún miembro del CGO. A menos que todo el strip constituido se lleve a



cabo con la suficiente cuantía para reconstituir el montante del cupón gilt, el cumplimiento de la petición no ocurrirá. En cambio, la solicitud se pondrá en orden de espera, como una petición de segregación no aceptada o sin éxito.

#### ***3.3.1.4. Unidades mínimas para llevar a cabo la segregación y reconstitución***

Para poder segregar cualquier gilt, este debe poseer un nominal superior a la cantidad mínima establecida, si esta situación no se da, el sistema rechazará la solicitud para llevar a cabo la segregación, y de este modo no se creará el strip. La razón de establecer un mínimo surgió de la necesidad de que los nominales de los gilt, ya sea un bono no segregado como segregado, fueran múltiplos de dicha cantidad. Por su parte, el sistema también necesita de unas unidades mínimas para ejecutar la segregación del activo en cantidades que estén por encima del mínimo, y para la cantidad mínima que se requiere en el proceso de reconstitución.

El importe mínimo segregable en el momento de la emisión en caso de que se dicte lo contrario, será de £10.000, que se irá incrementando en múltiplos de £10.000 (Esto quiere decir que serán segregados en cantidades respectivamente de £20.000, £30.000, £40.000, etc.). Del mismo modo, en el acto de reconstitución de un gilt segregado será de £10.000 la cantidad mínima para que el gilt sea reconstituido.

La cantidad mínima de £10.000 para poder segregar, también es aplicable al caso de nuevas emisiones de activos segregables que posean un primer cupón tanto de carácter corto como largo. A su vez, también será aplicable en el caso de que la re-apertura de una emisión ya existente no sea inmediatamente fungible con el activo del que ha derivado por poseer cantidades diferentes en los intereses acumulados.

### **3.4. LA COMERCIALIZACIÓN DE LOS GILT STRIPS EN EL MERCADO SECUNDARIO**

A través del anexo A de la publicación ofrecida por el Parlamento Británico acerca del Mercado de Gilts (2000), observamos cómo funciona el mercado secundario británico y las maneras para poder actuar en el mismo. En el mercado secundario británico se comercializa diariamente los gilt, siendo este, un mercado bastante activo y que se encuentra centrado en gran medida en los Creadores de Mercado. Los Market Makers se encargan de entablar relación con los principales inversores de carácter profesional, y vigilan a su vez, que los inversores sean aptos para adquirir gilts también en nombre de inversores privados.

Las principales formas para poder acceder a este mercado por parte de un inversor privado, es a través de un broker de activos (Stockbrokers), es decir un intermediario, o por una entidad bancaria. En el caso de los Stockbrokers, estos son miembros que pertenecen al London Stock Exchange, los cuáles cobran comisiones por actuar como agente o intermediario de un cliente en la compra y venta de gilt. Sin embargo, determinados bancos ofrecen también el servicio de stockbroking a sus clientes.

Por último, Los gilts pueden ser adquiridos o vendidos en el mercado secundario, completando un formulario determinado que se encuentra disponible en la oficina de



correos. Dicho formulario se envía con el pago correspondiente directamente al departamento de registro del Banco de Inglaterra. Las inversiones puede ser o bien una suma fija de dinero, o una cantidad específica de valores. La comisión que se paga usando este servicio para realizar la transacción, es menor que el pagado a través de un broker de activos o una entidad financiera.

### **3.5. IMPUESTOS SOBRE LOS GILT STRIPS EN GRAN BRETAÑA**

Dentro de este apartado estudiaremos el trato fiscal que rodea a los Gilts-Strips que han sido adquiridos tanto por empresas como por inversores individuales. Para ello hemos consultado la página oficial del parlamento y el boletín normativo británico (1997), fecha en la cual muchos países introdujeron el mecanismo segregación de la deuda pública a sus mercados financieros.

El régimen fiscal que se aplicaba a los gilt fue reformado y simplificado entre 1995-96. Fue en ese momento, cuando Hacienda decidió reformar las bases de la tributación para las corporaciones de Gran Bretaña que poseyeran créditos y bonos, incluyendo los gilt. Esto implicó que el capital obtenido o perdido por los gilt comprados por inversores corporativos, estuvieran sometidos a impuestos similares a los que estaban sometidos los ingresos de los gilt individuales. Este cambio ayudó a eliminar muchas anomalías en la imposición de precios en el mercado, haciendo el sistema de impuestos neutral en relación a la adquisición de bonos cupón cero.

En adición, en 1997 se anunció como en el 6 de abril de 1998 todos los intereses derivados de los gilt serían pagados en bruto (aunque los inversores individuales que deseen recibir los pagos podían hacerlo). Este cambio afectó al tiempo en el que el impuesto es pagado, no al periodo en el que los intereses están sometidos a impuestos, reduciendo substancialmente las obligaciones de cumplimiento de los “depositarios”, e intentado a su vez, que el mercado de gilts fuera mucho más accesible y atractivo para el inversor.

Esta reforma trajo consigo también consecuencias. Una de ellas fue que la reforma acentuó la distinción entre los gilts emitidos bajo los términos del FOTRA (libre de impuestos para residentes del extranjero) garantizando una excepción de impuestos en U.K., y los que no lo eran. Esto produjo que los gilt que no eran FOTRA dejarán de ser los más relevantes. Por ello, todos los gilt que no eran FOTRA fueron posteriormente convertidos en activos FOTRA a partir de abril de 1998.

#### ***3.5.1. Las principales características del régimen de impuesto aplicado actualmente a los gilts son:***

1. Inversores individuales de U.K:
  - Los inversores individuales tributan en base a los intereses a cobrar de los gilts. Los intereses normalmente son pagables en bruto, pero los inversores pueden optar por un pago en neto.

- Los inversores individuales ingleses pueden estar sujeto a impuestos de forma acumulada o descontar los intereses en la transferencia de gilts.
- Las ganancias o pérdidas acumuladas por inversores individuales de gilt Strips en Gran Bretaña están sujetos a impuestos sobre una base anual.

## 2. Corporaciones de U.K:

- Los intereses y ganancias obtenidos de gilts son tratados o tributados generalmente como un ingreso.

## 3. Inversores Extranjeros:

- Los inversores extranjeros están la mayoría de casos, exento a la tributación de gilts en Reino Unido.

## 4. ISAs

- Los Gilt y los Gilt Strips pueden ser adquiridos por un residente individual y privado de Inglaterra en ISAs, estando sujeto a ciertas condiciones. Los intereses y el capital ganado no están sujetos a impuestos en este caso. Los ISAs (Individual Saving Account) son una clase de acuerdos de inversión disponibles para los residentes del Reino Unido. Este tipo de cuentas están exentas de impuestos sobre la renta de la persona física y por ende, de las ganancias de capital sobre los rendimientos de las inversiones. Existe una amplia gama de inversiones que entran dentro de estos acuerdos, no habiendo ninguna restricción sobre cuándo o cuánto dinero puede ser retirado del mismo.

### **4.5. VOLUMEN DE GILT STRIPS EMITIDOS EN GRAN BRETAÑA EN 2014**

El total de volumen emitido de gilts en el mercado de Gilt market, sin contar los gilt Strips, ascendió a un total de 1.365 billones de libras y el total de deuda del mercado fue en total £ 1.3 trillones de libras en el año 2014. Los datos del volumen de gilt segregados que han sido emitidos en 2014, se ha obtenido de la Oficina de deuda británica.

**TABLA 1**

| Mes/año 2014              | Fecha de emisión: 30 de Abril de 2014  |
|---------------------------|--|
|                           | Tipo de interés al que es emitido el Gilt Strip: $2\left(\frac{3}{4}\right)\%$ |
| Mayo                      | 33.915 millones de €   |
| Junio                     | 36.882 millones de €   |
| Julio                     | 43.969 millones de €   |
| Agosto                    | 75.811 millones de €   |
| Septiembre                | 69.212 millones de €   |
| Octubre                   | 92.515 millones de €   |
| Noviembre                 | 91.112 millones de €   |
| Diciembre                 | 94.412 millones de €   |
| Total de montante emitido | 537.828 millones de €  |

Fuente: Tabla de elaboración propia con datos de la oficina de gestión de deuda pública de Gran Bretaña

En total de volumen emitido a lo largo del año 2014 ha sido de un total de 537.828 millones de €, una cantidad menor a la emitida por España también a lo largo del año 2014.

#### **4.6. RAZONES POR LAS CUÁLES EL CRECIMIENTO DE LOS GILT STRIPS HA SIDO TAN LENTO**

Como se menciona no solo en el Anexo A del U.K Gilt Market (2000) sino también en U.K Government Securities: a Guide to “Gilts” (2012), el mercado de los Gilt Strips se ha desarrollado muy lentamente desde sus inicios. Alguno de los factores que se cree que han contribuido a este desarrollo lento, son en primer lugar, la necesidad de proporcionar una mayor autoridad por parte de los administradores de fondos de pensiones a los gestores de fondos para que invirtieran en Strips. Por otro lado, otra razón es la inversión de la curva de rendimiento sobre la mayor parte del primer periodo de las operaciones del DMO’s, que hacían parecer a los Strips más caros en relación con los gilt convencionales. Asimismo, la demanda minorista en torno a los Strips también se ha visto afectada por la necesidad de un tratamiento fiscal, por la cual, los activos son sometidos a impuestos cada año en sus ganancias o pérdidas no realizadas incluso aunque el pago de los ingresos no se haya efectuado. Sin embargo, la habilidad de obtener gilt Strips dentro de “Individuals Savings Accounts” (ISAs) puede reducir los desincentivos fiscales para los inversores personales de Strips.

### **5. EL MERCADO DE STRIPS EN ESTADOS UNIDOS**

Tal y como explican Deborag y Livingston (1992), con la aparición en 1982 del proceso de segregación de los bonos del tesoro y de los Bonos Cupón Zero resultantes de dicha operación, se generó una gran expectación por parte de los inversores.

Actualmente, el mercado de strip sigue estando a un gran nivel, por lo que el Tesoro sigue emitiendo gran cantidad de bonos que pueden ser utilizados con el propósito de segregación.

Al ser Estados Unidos la cuna de la creación de los Strips, debemos preguntarnos el motivo por el cual se propuso la creación de esta metodología. Deborag y Livingston (1992) suponen que la idea más plausible o probable de la aparición repentina de la segregación en 1982, surge del cambio en las leyes de régimen de impuestos para las emisiones de activos de descuento originales (OID). Cuando se adquiere un Bono Cupón Zero, el descuento del bono es amortizado con el tiempo como un ingreso sujeto a impuestos. Antes de Julio de 1982, el descuento entero del bono era amortizado utilizando un método lineal, que requiere que una cantidad igual al descuento sea sometida a impuestos en cada año de la vida del bono. Este plan de amortización que estaba bajo el método lineal era bastante desventajoso para el comprador, puesto que los impuestos eran pagados bastante antes.

El método utilizado para la amortización del descuento del bono fue cambiado a mediados de 1982. Debajo de la nueva normativa de régimen fiscal, la amortización pasa a ser de manera geométrica y no lineal. De este modo, el montante amortizado al principio es mucho menor que el montante amortizado hacia el final de la vida del bono. Esto pospone el pago de los impuestos, algo muy beneficioso para los inversores o compradores de bonos.

## **5.1. CREADORES DE MERCADO EN ESTADOS UNIDOS**

Simanovsky (2010) define a los Market Makers de U.S. como Dealers de activos. Estos actúan no solo como intermediarios, sino también como usuarios que invierten, en este caso, su función es el de adquirir activos financieros de inversores que desean venderlos, y proporcionárselos a inversores que estén interesados en comprarlos.

Al igual que en el NASDAQ, actualmente existen cientos de Market Makers en activo, además multitud de Market Makers que pueden intercambiar o negociar con cualquier tipo de activo. Por ello, se ha consultado el listado de la Reserva Federal, de los Primary Dealer que actúan en el mercado de Strips correspondientes a este año 2014-15, del cual hemos sacado el siguiente listado: Tenemos el Bank of Nova Scotia, New York Agency, Barclays Capital Inc., BMO Capital Market Corp, BNP Paribas Securities Corp., Cantor Fitzgerald & Co., Credit Suisse Securities (USA) LLC, Daiwa Capital Markets America INC, Deutsche Bank Securities INC, Goldman, Sachs & Co, Citigroup Global Market Inc., HSBC Securities (USA) Inc, Jefferies LLC, J.P Morgan Securities LLC., J.P Morgan Securities LLC., Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Incorporated, Mizuho Securities USA Inc., Morgan Stanley & Co. LLC, Nomura Securities Internacional, Inc, RBC Capital Markets, LLC, RBS Securities INC, SG Americas Securities, LLC, TD Securities (USA), UBS Securities LLC.

## 5.2. NORMATIVA SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DE LA SEGREGACIÓN Y RECONSTITUCIÓN

### 5.2.1. ¿Cómo funciona el programa de Strips?

Según explica Strumever (2005) en Estados Unidos, no es el Tesoro Público quien se encarga de llevar a cabo el acto de segregación de los bonos emitidos. En este caso solo una institución financiera o Primary dealer autorizado, tiene capacidad para poder realizar la conversión de un activo del tesoro, y transformarlo así, en un principal y en una serie de cupones segregados.

Con el objetivo de ver cómo funciona el programa strip, hemos consultado en la página oficial del Gobierno Estado-Unidense, la normativa que recoge toda información acerca del funcionamiento de estos activos. Tras analizarlo, vimos que su procedimiento es muy similar al de Alemania y Gran Bretaña, puesto que se emplea un sistema electrónico para gestionar el control y la aceptación o rechazo de la petición segregación enviada por parte de los Market Makers.

Como es habitual, los bonos en caso de segregarse, son segregados en un nominal principal y en una serie de cupones, los cuáles, son insertados en el sistema comercial de entrada (Comercial Book-Entry System). El proceso de segregación puede emplearse desde el momento en el que el bono es emitido hasta el momento de su vencimiento. Los bonos que hayan sido admitidos o autorizados, serán segregados mediante la Central de Anotaciones Comerciales (CBES). Una vez realizada la segregación, se establecen los números CUSIP (números de identificación), y las fechas de los pagos a realizar tanto en el caso del principal como el de los cupones. Cada componente del strip tiene un único CUSIP o número de serie. Todos los intereses del strip que son pagados el mismo día, incluso cuando se segregan de diferentes activos, tendrán el mismo número CUSIP. No obstante, el strip principal proveniente de cada bono tendrá un único número CUSIP. Estos vendrán dados mediante los anuncios de subasta, o a través de la página web de deuda pública

En referencia a la cantidad mínima que debe ostentar del principal del bono cupón zero, este debe ser al menos de 1000 dólares. En caso de que el nominal del bono sea superior a esta cantidad, deberá ser en última instancia, múltiplo del mismo. Con respecto a los componentes del principal, el acto de segregación del principal, debe mantenerse en cuenta, y transferirse su montante completo.

#### **Características de los cupones**

- Son mantenidos en cuenta, y transferidos, en su valor original de pago, que es derivado de multiplicar la tasa de interés semestral y el importa nominal.
- Las fechas de pagos de los cupones se convierte en la fecha de vencimiento del componente o interés.
- Todos los cupones que tengan la misma fecha de vencimiento tienen el mismo número CUSIP, independientemente de los valores subyacentes de los que los pagos de los intereses fueron segregados, y por lo tanto son fungibles.

- El número CUSIP de los componentes o intereses son diferentes al número CUSIP del componente principal y del bono o activo completamente constituido, incluso si tienen la misma fecha de vencimiento, por consiguiente no son fungibles.

### **5.2.2. Reconstitución de los Bonos Cupón Cero segregados**

Como exponen Daves y Ehrhardt. (1993), fue a inicios de mayo de 1987, cuando el Tesoro de U.S., permitió a los inversores reconstituir un bono que hubiera sido segregado previamente. Para poder efectuar este proceso, el inversor deberá adquirir una serie de cupones segregados con los vencimientos correspondientes a cada una de las fechas de pago del original. No obstante, estos cupones tienen que derivar asimismo, de un bono que posea los pagos correspondientes de sus cupones en las mismas fechas que el otro.

Por otra parte, el inversor deberá adquirir también el strip principal con el vencimiento deseado. Del mismo modo, al igual que los cupones segregados, las regulaciones del Tesoro de U.S. dictan que este principal debe derivar también del bono original que va a ser reconstituido. De esta manera, el inversor no puede sustituir un valor en dólares igual al del cupón strip de vencimiento de 10 años. Por ello, tanto el principal segregado como los cupones segregados no actúan como sustitutos perfectos.

Finalmente, la cartera de bonos reconstituidos será registrada como un paquete de bonos individuales en el Commercial Book-Entry system de la Reserva Federal.

### **5.2.3. Razones para llevar a cabo la Reconstitución de un Bono**

Daves y Ehrhardt (1993) también se manifiestan en este sentido, mencionando que normalmente existen dos razones por las cuáles suele generarse el proceso de reconstitución. En primer lugar, debido a que la suma de los precios por el intercambio por separado de los Strips, es menor que el precio del bono completo. En estas situaciones por tanto, es mucho más rentable para un Dealer, reconstituir el bono desde el strip, y vender posteriormente este ya reconstituido. Asimismo, Daves y Ehrhardt también citan al mismo tiempo, el modelo de Livinston y Gregor (1989), que manifiesta que las oportunidades de reconstitución rentables ocurren en respuesta a cambios estructurales como son el cambio de las demandas relativas para los bonos cupón y los instrumentos de los cupones. La reconstitución de los bonos cupón zero y los instrumentos de los bonos cupón zero incrementan el suministro de instrumentos en respuesta de este cambio en la demanda.

En segundo lugar, también se cita a Stigum (1990, p. 696) quien comenta que tanto la segregación como la reconstitución suele ocurrir a menudo como resultado de solicitudes por parte de clientes de carácter minorista. Es decir, un cliente puede desear en este momento, un bono cupón zero de una duración de 20 años, y otro cliente distinto una serie de bonos con duración entre 20 y 30 años. En esta situación, el dealer puede segregar el bono de 30 años, y vendérselo a los dos clientes. Además, el dealer puede a su vez comprar el suficiente número de Strips adicionales para reconstituir el strip como un pack de bonos de corto vencimiento. De este modo el dealer vendería estos bonos ya reconstituidos.



### 5.3. TRATO FISCAL DE LOS BONOS STRIPS EN ESTADOS UNIDOS

El análisis del trato fiscal al que están sometidos los Strips ha sido obtenido a través de lo que expone Lasser's (2014) y el código 1286 de Estados Unidos.

En principio, si un inversor adquiere un bono o cupón segregado, la diferencia entre el coste del bono o cupón y su valor nominal más alto, será tratada como un descuento emisión original (OID). Esto significa que anualmente se deberá tributar una parte de dicha diferencia como un ingreso por rendimiento. El nominal del descuento de emisión original para un bono segregado, será el resultado de la diferencia entre el precio de reembolso del bono al vencimiento, y el costo del bono. En el caso del cupón segregable, el nominal del descuento será la diferencia entre el nominal a pagar en la debida fecha del cupón y el coste del mismo. Las normas empleadas para calcular el nominal del OID (descuento de emisión original) para que este sea reportado de forma anual, están en las publicaciones del IR's.

De esta forma, si segregas un Bono Cupón Zero, el devengo de los intereses y los criterios de asignación, te previenen de crear pérdidas fiscales a la hora de la venta del bono o de los cupones. Por otro lado, se está obligado a informar de los intereses devengados hasta la fecha de venta, y también añadir el nominal a las bases del bono. Si se da la situación en la que se ha adquirido el activo después del 22 de Octubre de 1986, se tendrá que incluir además como ingreso cualquier descuento de mercado que haya sido devengado antes de la fecha en la que se haya vendido el bono strip o los cupones.

El método de acumulación por su parte, depende de la fecha en la que se haya adquirido la obligación. El descuento de mercado devengado se incluye también en las bases del bono. A continuación se deben asignar estas bases entre el bono y los cupones. La asignación está basada en los valores de mercado del bono y de los cupones en la fecha de la venta. Se gane o se pierda en la venta, este será la diferencia entre el precio de venta del activo y sus bases concebidas. Los descuentos de emisión original para este propósito, son la diferencia entre las bases asignadas para el item retenido y el precio de reembolso del bono (si es retenido) o el nominal a pagar en los cupones (si es retenido). De esta manera, se debe reportar de manera anual, una porción tasable de los descuentos.

También se ha consultado el código 1286 de U.S. a modo de ver cómo funciona el régimen fiscal Estado Unidense en relación a los Strips. En él se dicta, que si cualquier inversor adquiere un bono segregado, o uno o más de un cupón de un bono después del 1 de Julio de 1982 (en este caso sería después de la implantación de la segregación en 1997), dicho inversor deberá incluir en el ingreso bruto una cantidad igual a la suma de:

- Los intereses acumulados en tal bono mientras este en poder de tal persona y antes del momento de que tal cupón o bono estuviera a disposición, y;
- Los descuentos de mercados acumulados en dicho bono determinado como el tiempo en el que tal cupón o bono estuvo a su disposición.

#### 5.4. VOLUMEN DE BONOS STRIPS EMITIDOS EN ESTADOS UNIDOS EN 2014

Mediante los boletines y datos proporcionados por la Reserva Federal de Estados Unidos, podemos hacernos una idea de la gran diferencia que hay entre este y España o Gran Bretaña respecto al volumen de Strips que se han obtenido. El nominal total de los Strips se incrementó de forma excepcional y rápida después de la introducción del programa, llegando a los \$200 billones sobre 1993 antes de que se nivelara. A finales de Septiembre de 1999, sobre el 32% de todos los bonos del Tesoro, eran obtenidos en forma segregada. El proceso de segregación está más limitada para activos que poseen cortos vencimientos, en parte porque la segregación simplemente replica mucho activos cupón zero que son creados segregando activos de larga duración.

Sin embargo para que tengan una idea del volumen de Strips que han sido emitidos en el pasado año 2014, hemos consultado los datos del Tesoro de Estados Unidos.

**TABLA 1**  
**Bonos strips emitidos en el año 2014**

| Mes/Año 2014 | Total pendiente (En miles de dólares) | Porción del bono no segregado | Porción del bono en forma segregada | Total reconstituido |
|--------------|---------------------------------------|-------------------------------|-------------------------------------|---------------------|
| Enero        | 1.421.116.818                         | 1.223.927.759                 | 197.189.059                         | 15.804.307          |
| Febrero      | 1.437.116.573                         | 1.238.039.250                 | 199.077.322                         | 12.364.974          |
| Marzo        | 1.450.116.684                         | 1.252.458.241                 | 197.658.443                         | 19.054.905          |
| Abril        | 1.463.116.697                         | 1.264.717.395                 | 198.399.302                         | 17.924.540          |
| Mayo         | 1.479.111.844                         | 1.277.977.637                 | 201.134.207                         | 19.161.299          |
| Junio        | 1.492.111.841                         | 1.286.146.635                 | 205.965.206                         | 14.370.886          |
| Julio        | 1.505.108.812                         | 1.299.084.878                 | 206.023.934                         | 16.511.790          |
| Agosto       | 1.521.108.812                         | 1.315.104.286                 | 206.004.526                         | 12.326.391          |
| Septiembre   | 1.534.108.862                         | 1.327.924.368                 | 206.184.494                         | 10.213.419          |
| Octubre      | 1.547.108.841                         | 1.341.167.986                 | 205.940.855                         | 9.160.043           |
| Noviembre    | 1.563.130.233                         | 1.354.717.734                 | 208.412.499                         | 8.685.642           |
| Diciembre    | 1.576.130.242                         | 1.368.057.307                 | 208.072.935                         | 13.921.989          |

Fuente: tabla de elaboración propia con datos sacados de la página de la Reserva Federal

La deuda emitida en Estados Unidos alcanzó en 2014 los 17.824.071.380.733.82 miles de dólares.



## **6. EL MERCADO DE STRIPS EN ALEMANIA**

La introducción de los Strips en Alemania se produjo a lo largo de 1997, cuando ya el 13 de Junio de 1996, el Bundesbank, el Banco Central Alemán, había anunciado que se llevaría a cabo el plan de introducción de los Strips para bonos de 10 y 30 años. Una vez introducido, los bonos en circulación de 10 y 30 años tendrían las fechas de sus respectivos cupones, el 4 de Enero, 15 de Febrero, 15 de Mayo, 4 de Julio, 15 de Agosto o 4 de septiembre, siendo estos segregables.

A través de un estudio de La Agencia de Finanzas de la República Federal de Alemania observamos que la mayor parte de la curva de rendimiento del Gobierno Alemán viene dada por los bonos de 10 y 30 años. Es más, a finales del 2014, se estimó que alrededor del 60% de la cartera de deuda correspondía a bonos de 10 y 30 años, y que solo los bonos de 10 años, representaban el 43,8% del mismo. Es por esto, que los bonos son uno de los instrumentos y recursos de financiación más importantes del Gobierno Federal. El permitir la segregación del mismo, amplió la gama de inversión y permitió reforzar y estimular la inversión en activos de deuda pública, puesto que estos ofrecían grandes rendimientos y posibilidades a los inversores.

### **6.1. CREADORES DE MERCADO EN ALEMANIA**

En Alemania, únicamente son las instituciones de crédito, instituciones de servicios financieros, las casas de comercio de valores, y por último los bancos de negociación de valores, los que pueden o tiene la autorización para poder segregar y reconstruir el bono. Por otro lado, por razones fiscales, los bancos de carácter domestico no tienen autorización para llevar a cabo este proceso, sin embargo, si tienen la posibilidad de vender el strip y de adquirir los bonos correspondientes.

De esta forma, se coincide como el resto de países estudiados, en referencia a las entidades que segregar y reconstituyen los cupones y principales del bono. Algunos de estas entidades se encuentran también en Estados Unidos actuando, algo que resumiremos en los cuadros del final. Los market Makers que hemos encontrado ha sido a través del listado ofrecido por el Esma donde tenemos a, Susquehanna, Virtu Financial, Bank of America Merrill Lynch, Barclays Capital, Bluefin Europe LLP, Citigroup, Commerzbank, CrossFlow Financial Advisors, Deutsche Bank, FlowTraders, Goldman Sachs, HSBC, ICF Kursmakler AG, Jane Street, JP Morgan, KCG, Macquarie, Morgan Stanley, Normura, Optiver, Societe Generale, Timberhill, UBS y por último Unicredit/HVB.

### **6.2. LA SEGREGACION Y RECONSTITUCION DE BONOS FEDERALES**

La Agencia de Finanzas (2012) expone, que con la introducción de la segregación de los bonos federales de 10 y 30 años en 1997, nacieron muchas oportunidades de inversión que consistieron principalmente en la comercialización por separado de los intereses de los cupones y del principal, cosa que antes no se podía hacer.

Para poder segregar un bono federal, la cantidad mínima a segregar del bono debe partir de los 50.000€, debiendo ser realizada además, a través de la entidad que lleva la

custodia de la cuenta en cuestión. Posteriormente y al igual que el resto de países, a cada strip se le otorga un código de identificación o seguridad. Asimismo si se da la situación en la que varios cupones segregados poseen un mismo vencimiento, estos podrán ser agrupados bajo un mismo código de identificación.

Al igual que la segregación, el proceso de reconstitución del bono mediante la unión de los cupones al principal, también se podrá desempeñar, siempre y cuando se haga mediante una entidad financiera aprobada.

Por último, el Bundesbank expone en un documento redactado por el Ministerio Federal Financieros, que en el caso de acreedores de ciertos bonos federales, estos tienen el derecho a lo largo de la vida del bono, el solicitar en cualquier momento a la institución que está llevando la custodia de la cuenta, el tener el montante total de sus valores en una participación conjunta segregada en un principal y en cupones individuales mediante el Clearstream Banking AG. Cuando sean solicitudes individuales de registro de deuda, la segregación debe ser ejecutada a través de la Administración Federal de Activos.

### **6.3.PROCESO DE SEGREGACION A TRAVES DE CLEARSTREAM**

#### ***6.3.1. Segregación y reconstitución de los cupones***

Los clientes que quieran segregar los cupones del bono original, o reconstruir los cupones y el principal segregado, deben enviar una petición en un SWIFT MT599 autenticado o mediante una Creation-Online (Formato de mensaje gratuito) al departamento de custodia del CBL`s, especificando:

1. EL tipo de Operación: Si se trata de la segregación de los cupones del bono original, o si es por otro lado, la reconstitución de los cupones segregados con el principal segregado.
2. El código de Seguridad: Cuando se segregan los cupones, el código de seguridad del bono original debe ser indicado. Asimismo, cuando se realice la reconstitución de los bonos segregados, el código de seguridad del principal segregado también debe ser indicado.
3. La fecha del valor solicitado.
4. El importe del nominal del bono que desea segregar.

#### ***6.3.2. Recepción y entrega de los Strips***

- STD/MAS

Los clientes serán atribuidos con el cupón y el principal segregado al final del procesamiento de segregación del valor solicitado, y podrá ser reconstituido el strip con el mismo valor por otro CBL, Euroclear o entidades nacional si los cupones han sido segregados del bono original en STD/MAS en la fecha del valor solicitado. Asimismo la

segregación solo ocurrirá en el STD/MAS si hay un suficiente balance de valores en la cuenta del cliente al finalizar el procedimiento del VD-1.

- 1. SDS/MAS

Los clientes serán atribuidos con el cupón y el principal segregado en el proceso de resolución de la solicitud de segregación en la fecha correspondiente. También podrá ser reconstituido el valor segregado con otra contraparte del CBL si los cupones han sido segregados del original mediante el SDS/MAS en la misma fecha del valor solicitado. La segregación solo ocurrirá en el SDS/MAS si existen un balance suficiente de activos en la cuenta del cliente a medida que se sigue el procedimiento del VD.

El mismo procedimiento como es empleado en el proceso de segregación se utiliza cuando se está reconstruyendo el bono original de los cupones y del principal segregado.

## **6.4. TRATAMIENTO FISCAL DE LA SEGREGACION DE BONOS**

### **6.4.1. Tratamiento fiscal para personas residentes**

Según hemos encontrado en código del sistema fiscal Alemán, un individuo con residencia o domicilio en Alemania está sujeto a los impuestos de residentes, es decir, que los ingresos obtenidos en distintas partes del mundo tributan en Alemania, complementado por un recargo solidario. Los hechos imponible a tributar se enumeran exclusivamente en la Ley de impuesto sobre la Renta Alemana (EStG), ya sean por ejemplo los ingresos de negocios, ingresos de alquiler, los ingresos por servicios personales (por su cuenta propia o ajena, aquí entrarían los Strips), y algunos otros hechos imponible mencionados en el acto de ingresos y capital.

Los ingresos individuales generados tributan actualmente a un 14% (ingresos desde 8.131 a 13.469 euros), incrementándose proporcionalmente a 23.97% (ingresos desde 13.470 a 52.881). El tipo impositivo para ingresos de entre 52.882 y 250.730 euros es del 42%, y por último, para ingresos de 250.731 en adelante es del 45%. Asimismo, se le incorporara una recarga del 5.5% al respectivo tipo impositivo.

Para ciertas categorías de ingresos por intereses, ingresos por dividendos y ganancias de capital, le corresponde una tasa de impuestos del 26.4% (caso de los bonos Strips). Además, los gastos y costes conectados con el capital obtenido no serán deducibles respecto a la base imponible.

### **6.4.2. Tratamiento fiscal para personas no residentes**

Si un individuo no está sujeto a los impuestos de residentes, y no tiene residencia o domicilio en Alemania, pero ha obtenido o tiene ingresos de origen almena, estos son normalmente sometidos a impuestos en Alemania. La siguiente lista especifica los tipos de hechos imponible con respecto a la tributación de los no residentes (añadimos solo los que tienen que ver con los Strips):

- Otros ingresos por intereses (incluyendo las ganancias de capital) si el instrumento de deuda está registrado en Alemania.
- Ingresos obtenidos por servicios ofrecidos en Alemania y llevados por cuenta propia o ajena o por entidades en el caso de individuos.

## 6.5. VOLUMEN DE STRIPS EMITIDOS EN ALEMANIA EN 2014

TABLA 1

| Mes/año 2014 | Volumen emitido en Euros (mill) | Segregado |                       |
|--------------|---------------------------------|-----------|-----------------------|
|              |                                 | EUR mn    | % del volumen emitido |
| Enero        | 655.500                         | 15.161.7  | 2.31                  |
| Febrero      | 663.500                         | 15.361.0  | 2.32                  |
| Marzo        | 667.500                         | 15.325.8  | 2.3                   |
| Abril        | 671.500                         | 15.174.2  | 2.26                  |
| Mayo         | -                               | -         | -                     |
| Junio        | 683.500                         | 15.151.2  | 2.22                  |
| Julio        | 662.500                         | 14.223.1  | 2.15                  |
| Agosto       | 666.500                         | 14.254.8  | 2.14                  |
| Septiembre   | 671.500                         | 14.338.8  | 2.14                  |
| Octubre      | 682.500                         | 14.830.9  | 2.17                  |
| Noviembre    | 686.500                         | 15.031.5  | 2.19                  |
| Diciembre    | 686.500                         | 15.638.7  | 2.28                  |

Fuente: Tabla de elaboración propia con datos extraídos de las página del Deutsche Bank

## 7. Tablas comparativas entre los diferentes Países

### 1. ¿Quién introdujo los Strips en cada uno de los países?

| Alemania   | España  | Estados Unidos   | Gran Bretaña   |
|--|---|--|--|
| El Bundesbank o Banco Central Alemán fue el encargado de introducirlo tras su auge en U.S y otros países europeos. | Lo introdujo El Tesoro Público tras la resolución e introducción de la normativa en el BOE. | Tras la creación del concepto de Strips generado por la entidad financiera Merrill Lynch, el Tesoro U.S. crearon el Programa Strips. | Se introdujo tras una decisión conjunta entre el Banco de Inglaterra y el Tesoro |

2. En qué año se introdujeron los Strips de Deuda Pública

|          |                |            |        |
|----------|----------------|------------|--------|
| Alemania | Estados Unidos | Inglaterra | España |
| 1997     | 1997           | 1997       | 1998   |

3. ¿Quiénes pueden realizar el Stripping o la segregación y reconstitución en los 4 países?

|                                |                      |                                     |                         |
|--------------------------------|----------------------|-------------------------------------|-------------------------|
| Alemania                       | España               | Estados Unidos                      | Gran Bretaña            |
| Marketmakers o primary dealers | creadores de mercado | Los Primary Dealers o Market Makers | Son los “market makers” |

4. Creadores de mercado que actúan también en los otros países.

- **Estados Unidos, Gran Bretaña y Alemania:** Barclays y HSBC Bank.
- **España, Estados Unidos y Alemania:** Deutsche Bank.
- **Estados Unidos y Gran Bretaña:** Barclays y HSBC Bank.
- **Estados Unidos y Alemania:** Barclays, Deutsche Bank, HSBC, Morgan Stanley, Citigroup.
- **España y Alemania:** Morgan Stanley y el Deutsche Bank.
- **Alemania y Gran Bretaña:** Barclays y HSBC Bank.

5. Número de creadores de mercado específicos que actúan en el mercado de Strips

|          |        |                |              |
|----------|--------|----------------|--------------|
| Alemania | España | Estados Unidos | Gran Bretaña |
| 22       | 8      | 22             | 4            |

6. Cantidad mínima que debe ser el principal del bono cupón zero

|            |            |                |              |
|------------|------------|----------------|--------------|
| Alemania   | España     | Estados Unidos | Gran Bretaña |
| 1000 euros | 1000 euros | 1000 dólares   | 1000 Libras  |

7. Cantidades mínimas a segregar

|          |           |                |              |
|----------|-----------|----------------|--------------|
| Alemania | España    | Estados Unidos | Gran Bretaña |
| 50.000€  | 500.000€* | 1000\$         | 10.000£      |

8. ¿Qué institución da consentimiento a los Creadores de mercado para realizar el proceso de segregación?

| Alemania                          | Estados Unidos         | Inglaterra  | España                 |
|-----------------------------------|------------------------|---|------------------------|
| Administración Federal de Activos | Central de anotaciones | Ninguna, cualquier creador de mercado que esté autorizado por la autoridad de servicios financieros y registrados como market Maker, tiene la capacidad de hacerlo. | Central de Anotaciones |

9. Pueden segregar inversores individuales bonos?

| Alemania | Estados Unidos | Inglaterra | España |
|----------|----------------|------------|--------|
| no       | no             | No         | no     |

10. ¿A cuántos años se pueden emitir los Strips?

Los bonos que se segregan son los de 10 y 30 años, dependiendo de la necesidad del inversor, la segregación será de mayor o menor temporalidad. Claramente y como hemos comentado, dependiendo del tipo de interés, la duración del strip será mayor o menor. Por ende, los límites de la duración vendrán impuestos entonces por el tipo de interés al que se emitirá dicho activo.

11. ¿Quién es el responsable de la actuación de los bonos segregados en el mercado de deuda pública?

| Alemania   | Estados Unidos                         | Inglaterra   | España            |
|--|--|--|-------------------|
| El ministro federal de finanzas, el Deutsche Bundesbank y la Administración Federal de Activos | El Tesoro público y la Reserva Federal | El Banco y el Tesoro de Inglaterra, el DMO (Oficina de gestión de deuda) | El Tesoro Público |

12. Similitudes en el proceso de Segregación y Reconstitución de los bonos Strips

| Similitudes   |
|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>- Entidades que segregan y reconstituyen los Strips.</li> <li>- Proceso de segregación y reconstitución.</li> <li>- Nominal de los Bonos cupón Zero.</li> <li>- Que Cada strip posea un código Cusip.</li> <li>- Que no se pueda construir un strip con bonos segregados de diferentes fechas.</li> <li>- Programa que ejecuta el orden de segregación y reconstitución de los Strips.</li> <li>- Los inversores no residentes están exentos</li> <li>- No hay retenciones fiscales</li> </ul> |

### 13. Diferencias en el proceso de Segregación y Reconstitución de los bonos en Alemania, España, Estados Unidos y Gran Bretaña

#### Diferencias

- Cantidad mínima para segregar y reconstituir el strip.
- En algunos países como España solo son las entidades financieras y en otros pueden tanto Dealers como Market Makers

### 14. ¿Cómo segregan y reconstituyen los inversores los Bonos Cupón Cero?

En los cuatro países, ningún inversor puede segregar o reconstituir un bono por su cuenta, deben hacerlo mediante un intermediario (entidad financiera o broker/dealer, salvo en España donde se destaca únicamente a las entidades financieras), el cual se encarga de llevar a cabo el procedimiento de segregación o reconstitución mediante el proceso correspondiente. Al menos en Alemania, U.S y Gran Bretaña, se utiliza un sistema informático para ello, determinando este si el bono puede ser segregado o reconstituido, y el montante del principal y los cupones a la vez que el vencimiento, una vez segregado. En España se utiliza probablemente un sistema de la misma índole pero no hemos

Dicha segregación se hará a través mediante la cuenta de dicho intermediario que deberá estar dado de alta como creador de mercado y se autorizado por la institución correspondiente (que en el caso de España sería la Central de Anotaciones). Una vez segregado se proporcionarán al inversor el respectivo principal o los cupones con sus montantes y el vencimiento del mismo.

El proceso de reconstitución sigue el mismo tratamiento solo que de manera inversa. A destacar factores como la reconstitución de un bono con diferentes cupones, todo explicado en sus respectivos apartados.

### 15. ¿Qué país proporciona información más completa acerca de la legislación de los Strips?

Los dos países de entre los cuatro estudiados que proporcionan una facilidad tanto en entendimiento como en accesibilidad a los bonos Strips son en primer lugar Gran Bretaña, y en segundo lugar Estados Unidos. En el caso de Gran Bretaña, no solo se proporciona la introducción de los Strips, sino también el proceso de segregación y reconstitución, requisitos en la compra venta en el mercado secundario, proceso por parte del creador de mercado, tratamiento fiscal, Etc.

Respecto a Estados Unidos, podríamos decir que también es bastante completa, puesto que al igual que Gran Bretaña ofrecen en su legislación una descripción bastante precisa del funcionamiento del Programa Strips. Sin embargo, hay ciertos factores, como el funcionamiento del mercado secundario del que no hemos encontrado información en la legislación correspondiente.

En tercer lugar tenemos a España, cuya legislación pone de manifiesto al 100% todos los puntos que rodean a los bonos segregados, salvo el procedimiento que llevan a cabo los bonos Strips, y a través de que herramienta se ejecutan (en el caso de los demás países una serie de plataformas electrónicas). Por otra parte, muchos de los datos estaban ofrecidos en pesetas, lo que da a ver que el artículo no ha sido actualizado desde entonces en el BOE.

Por último Alemania, de la cual no hemos obtenido en sí el funcionamiento mediante la legislación o normativa, sino a través de informaciones expuestas por las entidades participantes en la segregación y reconstitución de Strips. Esto puede deberse a que muchos documentos estaban solo en Alemán.



### 16. Tratamiento fiscal de los intereses o rendimientos obtenidos de los Bonos Strips para residentes.

Una vez consultado los cuatro sistemas fiscales y los respectivos documentos oficiales, podemos diferenciar ciertos aspectos entre los 4 países en lo que al trato fiscal se refiere. Tanto en Alemania como Gran Bretaña, Estados Unidos y España, deben tributar por los ingresos obtenidos cada año por los Strips (en el caso de Inglaterra sean ganancias o pérdidas deben tributar), siguiendo el procedimiento correspondiente al de Cada país. Tanto en España como en Alemania tributan a porcentajes muy parecidos respecto a los ingresos obtenidos de manera anual. En el caso de Inglaterra y Estados Unidos, no hemos profundizado acerca de los porcentajes aplicables en la tributación, sin embargo, la trayectoria del procedimiento sigue siendo parecida salvo por el hecho de que siguen unas bases un poco diferentes.

### 17. Retenciones fiscales

| Alemania       | España         | Estados Unidos   | Inglaterra     |
|----------------|----------------|--|----------------|
| No está sujeto | No está sujeto | Para la deuda pública adquirida después del 16 de Agosto de 1954 y antes del 1 de enero de 1958 y del 31 de diciembre de 1957 al 2 de julio de 1982. Actualmente no tiene. | No está sujeto |

### 18. Trato Fiscal a Inversores no residentes

| Alemania | Estados Unidos     | Inglaterra         | España             |
|----------|--------------------|--------------------|--------------------|
| si       | Libre de impuestos | Libre de impuestos | Libre de impuestos |

### 19. El impacto que ha tenido la introducción de los Strips en cada país

Como hemos visto, existen dos países donde el impacto ha sido bastante positivo e igual a las expectativas creadas, que es en el caso de Alemania y Estados Unidos. No obstante, Gran Bretaña ha obtenido a nuestro parecer unos resultados de volumen de emisión de Strips bastante alto, sin embargo, a su parecer este volumen podría ser mucho mayor. Por último tenemos a España, cuyos resultados en comparación con el resto de países, podríamos catalogarlo como unos resultados bastante pobres

El impacto lo podemos apreciar fácilmente en base a las tablas creadas con los datos ofrecidos por las respectivas entidades de cada País. Se observa que la emisión de bonos segregados en 2014 por parte de Alemania y Estados Unidos, ascienden a muchos miles de millones, cuando en España e Inglaterra segregan una cantidad muchos menores a ésta llegando de manera muy costosa a unos pocos miles de millones.



## 8. CONCLUSIONES

En referencia a la primera hipótesis y tras haber llevado a cabo un estudio exhaustivo, podemos concluir con que en general, en la mayoría de los aspectos que se han estudiado, se sigue el mismo patrón tanto en respecto al funcionamiento, como en el procedimiento de obtención. El único elemento que podríamos destacar que no es igualitario en los 4 países es, el importe mínimo en el que se segrega el principal de los Strips. No obstante, en lo que se refiere al proceso de segregación y reconstitución, trato fiscal, retenciones, procedimiento de obtención, entidades o sujetos que llevan a cabo el proceso, los métodos obtenidos y las normativas son similares, por lo cual, aceptamos la hipótesis de que los 4 países presentan o actúan aproximadamente de la misma manera.

En segundo lugar, respecto al impacto que han tenido los Strips en Alemania, España, Estados Unidos y Gran Bretaña, podemos decir que tras revisar los datos obtenidos del año 2014 así como los revisados de años anteriores, el impacto que han tenido los bonos segregados no es el mismo. En Estados Unidos y Alemania han aprovechado mucho más este instrumento para financiarse y obtener liquidez, lo que se ve reflejado en el volumen de bonos segregados. Por otra parte, en lo que se refiere a Gran Bretaña y España, los datos son menos esperanzadores. En el caso de Gran Bretaña podemos explicarlo en base a diversos motivos como el tener que pagar impuestos tanto por ganancias como por las pérdidas aun cuando los ingresos no se han obtenido, o por la percepción errónea por parte de los inversores de que los strip sean más caros que los gilt convencionales. España en cambio, su escaso crecimiento lo podemos relacionar con la duración de los strip que ya habíamos comentado anteriormente. En relación a esto, es importante hacer hincapié en el nominal mínimo necesario para segregar y reconstituir en el caso de España. Tal y como vimos mediante el Tesoro Público, el nominal mínimo para poder segregar un bono debe ser de 500.000 euros, lo que podría ser un inconveniente para inversores que desearan segregar bonos con cuantías más bajas y en vencimientos más cortos.

De esta forma, concluimos confirmando que el strip posee un funcionamiento casi idéntico en cada uno de los países estudiados, y que por el contrario, el impacto que ha tenido este activo financiero en Alemania, España, Estados Unidos y Gran Bretaña ha sido bastante inverso.

## 9. BIBLIOGRAFÍA

CHOUHRY. M. GRAHAM. H.C., HARRISON J., (2003). *The Gilt-Edged Market*. Estados Unidos: Butterworth Heinemann.

DEBORAH W. G. AND LIVINGSTON. M (1992). *Development of the Market for U.S Treasury Strips (pag 68-70)*. CFA Institute.

DAVES. R.P AND EHRHARDT. C.M. (1993). Liquidity, Reconstitution, and the value of U.S Treasury Strips. *The Journal of Finance*.

FEDERAL MINISTRE OF FINANCE (2012). *Publication of the Issuance terms and conditions for federal bonds, five-year Federal notes, Federal Treasury notes and Treasury Discount paper of German Government.*

GORDON. J.A., WILLIAM. S., and JEFFERY. V. B. *fundamentals of investmentS.* Pearson Education, Inc.

J.K. LASSERS INSTITUTE (2014). *Your Income Tax 2015: For Preparing your 2014 Tax Return (pág 89).* John Wiley & and sons, Inc.

STRUMEYER. G (2005). *Investing in Fixed Income Securities: Understanding the bond Market.* John Wiley & and sons, Inc.

SIMANOVSKY. S (2010). American Capital Market. Global Finance School.

SANCHEZ. A.J., MOLINA COBO, M.C., Y SARDÁ GARCÍA, S., (2004). *Análisis de la fiscalidad de los Strips y los bonos y obligaciones del Estado en el IRPF desde una perspectiva financiera.* Boletín ICE económico.

SANCHEZ. A.J., MOLINA COBO, M.C., Y SARDÁ GARCÍA, S., (2004). *El mercado de Strips sobre deuda del estado española durante el periodo 1998-2003: volúmenes y rendimientos.* Boletín ICE económico.

SANCHEZ. A.J., MOLINA COBO, M.C., Y SARDÁ GARCÍA, S., (2004). *Evolución de la negociación y los rendimientos de Strips desde su creación hasta 2003.* Boletín ICE económico.

## RECURSOS EN LÍNEA

AFME: FINANCE FOR EUROPE. *Tipos de Bonos: Gilts – Bonos del Gobierno Británico.* <<http://www.investinginbonds.eu/Pages/LearnAboutBonds.aspx?id=6254&LangType=1034>> [Consulta: 20 de Febrero de 2015]

AFI GUIAS. *Fiscalidad de los productos financieros en el IS.* <[https://azure.afi.es/ContentWeb/EmpresasUnicaja/fiscalidad/productos/financieros/en/impuesto/sobre/sociedades/contenido\\_sidN\\_1052293\\_sid2N\\_1052384\\_cidLL\\_1266798\\_ctyLL\\_139\\_scidN\\_1266798\\_utN\\_3.aspx?axisU=informe.pdf](https://azure.afi.es/ContentWeb/EmpresasUnicaja/fiscalidad/productos/financieros/en/impuesto/sobre/sociedades/contenido_sidN_1052293_sid2N_1052384_cidLL_1266798_ctyLL_139_scidN_1266798_utN_3.aspx?axisU=informe.pdf)> [Consulta: 20 de Febrero de 2015]

BANCO DE ESPAÑA. *Estadísticas de Deuda Pública segregada.* <<http://www.bde.es/bde/es/areas/estadis/>> [Consulta: 16 de Febrero de 2015]

BUNDERSREPUBLIK DEUTSCHLAND. *Federal bonds (“bunds”).* <<http://www.deutsche-finanzagentur.de/en/institutional-investors/federal-securities/federal-bonds/>> [Consulta: 18 de Mayo de 2015]

EL TESORO PÚBLICO. *Estadísticas Mensuales de la Deuda Pública.* <<http://www.tesoro.es/deuda-publica/estadisticas-de-la-deuda>> [Consulta: 16 de Febrero de 2015]

- EL TESORO. *Strips*. <<http://www.tesoro.es/deuda-publica/mercado/mercado-primario/instrumentos/strips>> [Consulta: 10 de Febrero de 2015]
- EL TESORO DE U.S. *Public debts reports*. El Tesoro. Public debts. <[http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/mspd/2014/2014\\_nov.htm](http://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/mspd/2014/2014_nov.htm)> [Consulta: 31 de mayo de 2015]
- ESMA (European Securities and Markets Authority). *List of Market Makers and Primary Dealers*. <[http://www.esma.europa.eu/system/files/list\\_of\\_market\\_makers\\_and\\_primary\\_dealers.pdf](http://www.esma.europa.eu/system/files/list_of_market_makers_and_primary_dealers.pdf)> [Consulta: 24 de Febrero de 2015]
- FOREIGN INVESTMENT IN GERMANY. *Introduction to the German tax system*. <<https://www.foreign-investments-in-germany.com/taxation>> [Consulta: 1 de Junio de 2015]
- LEGAL INFORMATION INSTITUTE. *26 U.S. Code 1286 – Tax Treatment of stripped bonds*. <<https://www.law.cornell.edu/uscode/text/26/1286>> [Consulta: 15 de Abril de 2015]
- RANKIA. *Invertir en “Strips”, ¿y qué es eso?*. <<http://www.rankia.com/foros/bancos-cajas/temas/30145-invertir-strips-que-eso>> [Consulta: 10 de Febrero de 2015].
- RESERVA FEDERAL. *The Treasury Securities Market: Overview and Recent Developments*. <<http://www.federalreserve.gov/pubs/bulletin/1999/1299lead.pdf>> [Consulta: 13 de Mayo de 2015]
- UNITED KINGDOM DEBT MANAGEMENT OFFICE. *Publications: Gilt market*. <<http://www.dmo.gov.uk/index.aspx?page=gilts/publications>> [Consulta: 20 Febrero 2015]
- <<http://www.boe.es/boe/dias/1997/06/20/pdfs/A19085-19087.pdf>> [Consulta: 10 Febrero 2015]
- <<http://www.tesoro.es>> [Consulta: 10 de Febrero de 2015]
- <[http://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Service/Federal\\_securities/Stripping/stripping.html](http://www.bundesbank.de/Navigation/EN/Service/Federal_securities/Stripping/stripping.html)> [Consulta 18 de mayo de 2015]
- <<http://www.clearstream.com/clearstream-en/products-and-services/market-coverage/europe-t2s/germany/other-services---germany/61458>> [Consulta: 23 de mayo de 2015]
- <[http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers\\_current.html](http://www.newyorkfed.org/markets/pridealers_current.html)> [Consulta: 13 de Mayo de 2015]
- <<http://www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/cm199900/cmselect/cmtreasy/154/cor15403.htm>> [Consulta: 3 de Marzo de 2015]
- <[http://www.gesetze-im-internet.de/englisch\\_ao/englisch\\_ao.html](http://www.gesetze-im-internet.de/englisch_ao/englisch_ao.html)> [Consulta: 15 Mayo 2015]