

# PRÁCTICAS UNILATERALES EN CONTRATOS DE PRÉSTAMOS AL MARGEN

JOSÉ L. POU ROMÁN\*

Introducción	23
I. Naturaleza del contrato	23
II. El Contrato de Préstamo al margen y derecho aplicable	24
III. Cláusulas de Control	25
IV. Mantenimiento del margen	25
V. Discusión y análisis	26
A. Divulgación	27
B. Tiempo para satisfacer el margen	28
C. Momento en que son emitidas las llamadas al margen	29
Conclusión	31

## INTRODUCCIÓN

A través de este escrito, se examinan las cláusulas de contratos de préstamos al margen que facultan a las instituciones financieras acreedoras o prestamistas a disponer de la colateral unilateralmente, sin previo consentimiento de sus deudores en determinados casos. Para simplificar el uso de nomenclatura, se hará referencia a las instituciones financieras que prestan al margen como “acreedores”. Asimismo, se llamará al inversionista deudor de un préstamo al margen “deudor”.

Robinhood Financial (en adelante “RF”) es una corporación que ofrece cuentas de corretaje a sus clientes, expide tarjetas de crédito y otros servicios típicos de una institución bancaria. A pesar de estas similitudes su presencia en el mercado es estrictamente digital. RF también brinda financiamiento al margen a sus clientes. Este servicio, tan accesible, en manos de inversionistas emergentes ha revolucionado la gestión de préstamos al margen sobrepasando las trabas que representan el formalismo que predominaba en el sector financiero, antes del surgimiento de esta plataforma electrónica. Al considerar que el potencial del modelo de negocios de esta compañía seguirá desplazando las instituciones financieras convencionales como Merrill Lynch y Fidelity, el enfoque de este escrito será más en los contratos de RF y en sus prácticas.

## VI. NATURALEZA DEL CONTRATO

Los contratos de préstamos al margen son préstamos en los cuales la colateral que asegura el crédito es una cuenta de corretaje. El nombre del contrato surge porque los deudores tienen que mantener un capital en la cuenta de corretaje no menor que el margen que exige el convenio entre las partes. El margen requerido es un porcentaje del precio en el mercado de las acciones al momento en que fueron adquiridas. En términos generales, ese capital se calcula sumando el valor en el mercado de las acciones en determinado momento más el efectivo depositado, y luego restándole la cantidad prestada. En el lado positivo de la ecuación, se pueden incluir los dividendos generados o cualquier otro crédito que genere la cuenta; y en el negativo, los débitos.<sup>1</sup> Por regulación federal y de los Self-Regulatory

---

\* Estudiante de tercer año en la Facultad de Derecho de la Universidad de Puerto Rico.

<sup>1</sup> Paul Meyer, *Securities-Based Lending*, SECURITIES LITIGATION & CONSULTING GROUP (2015), <https://www.slg.com/files/research-papers/securities-based-lending.pdf>.

Organizations (S.R.O.), el margen mínimo que puede ofrecer una institución financiera por un préstamo al margen es de veinticinco por ciento.<sup>2</sup>

No empecé este margen que las regulaciones pertinentes le imponen a las entidades financieras, estas no tienen que limitarse a ofrecer un porcentaje tan bajo; pues es en esta oferta, así como en las tasas de intereses atractivas, donde radica la competencia. Los acreedores imponen una tasa de interés base que se modifica a favor del deudor mientras más dinero tome prestado.<sup>3</sup> Por lo tanto, en el acuerdo de préstamo al margen se desprende con claridad los pagos que serán debitados de la cuenta. Aunque en estos contratos los acreedores se reservan el derecho de modificar tanto la tasa base como las cambiantes, la práctica predominante en el sector financiero es que dichas tasas se mantengan estáticas.<sup>4</sup> Es en los requerimientos de margen en donde se encuentran fluctuaciones significativas.

## VII. EL CONTRATO DE PRÉSTAMO AL MARGEN Y DERECHO APLICABLE

Este contrato es gobernado por las disposiciones de los artículos 8 y 9 del Código Comercial Uniforme (U.C.C., por sus siglas en inglés).<sup>5</sup> En el artículo 8 se encuentran las definiciones que ayudan a asegurar la obligación objeto del contrato con la colateral tan peculiar ante nosotros, los valores de inversión.<sup>6</sup> Esto es necesario para la aplicación del artículo 9, donde se estipula la normativa relativa a la perfección y prioridad de los gravámenes que afectan a los valores de inversión.<sup>7</sup>

Un gravamen sobre valores de inversión puede ser perfeccionado mediante la presentación de una declaración de financiamiento o mediante control.<sup>8</sup> Dado que la prioridad de un acreedor asegurado que perfeccionó mediante control siempre será superior a quien perfeccionó por la presentación de una declaración, lo prudente y habitual es que los acreedores perfeccionen mediante ese método.<sup>9</sup>

El control se suele adquirir de dos maneras. La primera a la cual se le brindará atención es la obtención de control mediante un acuerdo de control, comúnmente llamado SACA (Securities Account Control Agreement). Este tipo de acuerdo se da en el contexto en que el acreedor que ostenta adquirir el control sobre la cuenta de valores de inversión no es a su vez el depositario. Por lo tanto, es un acuerdo en que el deudor, el depositario (o intermediario de valores) y el acreedor prestamista pactan que el depositario obedecerá las instrucciones del acreedor sin mediar consentimiento inmediato del deudor o notificación previa a este.<sup>10</sup> De esta manera, el acreedor perfecciona su gravamen sobre la cuenta mediante el método de control.<sup>11</sup>

El segundo método de perfección no hace necesario un pacto entre tres partes como el SACA, pues este se da en el contexto en el cual coinciden tanto el carácter de depositario como el de acreedor en una misma persona o entidad. Por lo tanto, aquí solo es suficiente que se pacte el préstamo al margen para que quede perfeccionado el gravamen a favor del acreedor.<sup>12</sup>

---

<sup>2</sup> Véase 12 C.F.R. § 220 (2021); FINRA Manual Rule 4210(b)(1).

<sup>3</sup> *Supra* nota 1.

<sup>4</sup> Véase MERRILL LYNCH, *The Margin Lending Program Client Agreement* (2014), <https://olui2.fs.ml.com/publish/content/application/pdf/gwml/marginclientagreement.pdf> (Truth in Lending Disclosure Statement) (Última visita 30 de mayo de 2022).

<sup>5</sup> U.C.C. (Am. Law Inst. & Unif. Law Comm'n 2010).

<sup>6</sup> WILLIAM WARREN & STEVEN WALT, *COMMERCIAL LAW* 444 (10th ed. 2019).

<sup>7</sup> *Id.*

<sup>8</sup> U.C.C. § 9-312(a), 9-314(a) (Am. Law Inst. & Unif. Law Comm'n 2010).

<sup>9</sup> U.C.C. § 8-106(e) (Am. Law Inst. & Unif. Law Comm'n 1994), *Id.* §9-328(3).

<sup>10</sup> U.C.C. § 8-102(a)(14), (Am. Law Inst. & Unif. Law Comm'n 1994) (“‘Securities intermediary’ means: (i) a clearing corporation; or (ii) a person, including a bank or broker, that in the ordinary course of its business maintains securities accounts for others and is acting in that capacity.”); § 8-106(d).

<sup>11</sup> U.C.C. § 9-106(b) (Am. Law Inst. & Unif. Law Comm'n 2010).

<sup>12</sup> *Id.* § 9-106(b)(1).

### VIII. CLÁUSULAS DE CONTROL

Para que sea viable en el ecosistema financiero el contrato de préstamo al margen, los acreedores poseen la facultad de control sobre la cuenta de corretaje que funge como colateral.<sup>13</sup> Esta facultad presupone la disposición unilateral de los valores que aseguran el crédito sin previo consentimiento del deudor.<sup>14</sup> A primera impresión esta facultad del acreedor parece ser absoluta, pero no es así pues la misma solo opera en caso de que el deudor incumpla sus obligaciones.<sup>15</sup>

Como en todo préstamo, un deudor tiene la obligación de pagar las mensualidades que le impone el contrato de préstamo al margen. En adición, tiene que mantener el margen. Ya que el acreedor goza de control sobre la cuenta de corretaje, puede debitar automáticamente cuando el deudor no pague la mensualidad correspondiente. Lo importante es que el deudor sea diligente y no permita que estos débitos erosionen tanto el valor de su cuenta de manera que implique violar el mantenimiento del margen que le impone el acuerdo. Es en este contexto de incumplimiento en el cual se activa la cláusula que le confiere control de disposición unilateral al acreedor.<sup>16</sup> Una vez se activa, el acreedor puede vender los valores de inversión depositados en la cuenta de corretaje pudiendo esto conllevar la pérdida de la inversión del deudor.

### IX. MANTENIMIENTO DEL MARGEN

En términos generales, el margen se mantiene de dos maneras: depositando efectivo en la cuenta de corretaje o vendiendo valores para prevenir la fluctuación negativa de su valor. Otra manera en la cual se puede asegurar el margen es transfiriendo valores de inversión de otra cuenta a la cuenta que es objeto del gravamen. No obstante, se estudiarán solo las primeras dos maneras puesto que un acreedor comúnmente restringirá la capacidad del deudor de transferir valores de la cuenta afectada por su gravamen a otra en beneficio de otro.

Según discutido en la sección pasada, cuando el margen está en violación del mínimo convenido, el acreedor puede disponer de la colateral para así asegurar su crédito. Sin embargo, en reconocimiento de la pérdida que conlleva para el deudor esta disposición, los acreedores suelen emitir llamadas al margen (*margin calls*) para que el deudor mismo sea quien satisfaga el margen, ya sea depositando más efectivo o vendiendo los valores depositados en la cuenta gravada. Esta facultad es enteramente discrecional de los acreedores. Además, se debe recordar que en la gran mayoría de los casos, estos préstamos se efectúan con el fin de agrandar el patrimonio del deudor sin que este asuma el riesgo de inversión solo con su propio patrimonio.<sup>17</sup> Por lo tanto, está en el interés del acreedor que el deudor devengue créditos a su cuenta con el mecanismo de dividendos para que cumpla con sus obligaciones. Es decir, que el acreedor disponga unilateralmente de la colateral puede afectar la capacidad del deudor para satisfacer el crédito del acreedor. Está en el interés tanto del deudor como del acreedor que se emitan las llamadas al margen para que el deudor satisfaga los requerimientos de este sin que afecte su inversión parcial o totalmente.

---

<sup>13</sup> Véase Mark Hargrave & Mark Ovington, *A Practitioner's Guide to Secured Lending Under Revised Article 8: Everything Is Under Control*, 16 ANN. REV. BANKING L. 397, 399 (1997).

<sup>14</sup> Véase, *supra* nota 12, § 9-106 (Comentario Oficial 4).

<sup>15</sup> *Id.* §9-601(a).

<sup>16</sup> *Id.*

<sup>17</sup> Christopher S Petito and Jordan Burt, *Premium Finance: An Overview Of Federal Securities Law Issues And Recent Developments*, Life Insurance Company Products: Current Securities, Tax, ERISA, and State Regulatory Issues, SK039 ALI-ABA 437, 439 (2004).

## X. DISCUSIÓN Y ANÁLISIS

El control del que goza un acreedor sobre una cuenta de corretaje levanta preocupaciones sobre hasta qué punto debe extenderse esta facultad. Primordialmente, cuando una disposición de la colateral arbitraria pudiese causar daños económicos al deudor. Sin embargo, es gracias a esta facultad conferida al acreedor que se viabiliza el crédito para la adquisición de este tipo de bienes.<sup>18</sup> A modo de ejemplo, un préstamo garantizado por una hipoteca no representa el mismo riesgo para un acreedor que uno garantizado por una colateral que, por su propia naturaleza, se espera que fluctúe en valor.<sup>19</sup> Un bien inmueble, por lo general, no sufre depreciación ni aumento en su valor de manera empinada pues el mercado inmobiliario se suele mantener más estático. En Puerto Rico, por ejemplo, incluso luego de las repercusiones negativas de la crisis inmobiliaria del 2008, en el 2019 se vio un aumento de valor en propiedades inmuebles en un diez a un quince por ciento.<sup>20</sup> Es anticipable que, aunque este tipo de colateral sufra una disminución en valor, el efecto no sea perpetuo, sino que se estabilice en un futuro. Por consiguiente, un inmueble es una colateral que tiene un valor mucho más cierto que valores cotizados en bolsa.

Los valores cotizados en bolsa sufren cambios en sus precios dependiendo del sector económico al cual pertenecen. Retomando el ejemplo de los inmuebles: si el mercado de bienes raíces ve un aumento en compraventas, con gran probabilidad propiedades inmuebles de cualidades similares a las mayormente vendidas aumentarán en valor. Lo mismo no sucede con los valores cotizados en bolsa. La competencia no brinda resultados positivos a todas las acciones de las distintas corporaciones que compiten dentro de un mismo mercado, sino que reflejan los resultados de dicha competencia.<sup>21</sup> Y como se sabe, la competencia no es el único factor determinante en el valor de acciones, pues también entran en juego una multiplicidad de elementos que inciden directamente sobre las actividades económicas de las corporaciones con sus acciones cotizadas en bolsa.<sup>22</sup> Con tan solo ver la complejidad del mercado bursátil, que a la vez se somete a la entropía de todas las posibilidades de la productividad humana, queda justificado el control sobre las cuentas de corretaje como colateral. Esto porque si no existiera certeza en cuanto a la garantía del acreedor, el riesgo sería tan inmenso que frustrara el interés de estos en aventurarse a ofrecer préstamos al margen. A pesar de todas estas consideraciones, según mencionado anteriormente, la facultad de control no puede ser tan rampante que viole estándares de razonabilidad. Esta conclusión, con respecto a la razonabilidad, encuentra su apoyo estatutario literal en la sección 9-610 del U.C.C., donde se establece que todo aspecto relativo a la disposición de colateral se somete a un escrutinio que tiene que satisfacer estándares de razonabilidad comercial.<sup>23</sup>

---

<sup>18</sup> Véase Larry T. Garvin, *The Changed (And Changing?) Uniform Commercial Code*, 26 FLA. ST. U. L. REV. 285 (1999) (para una discusión detallada sobre la adopción del control y el rechazo del traspaso (artículo 8 del U.C.C.) como método de perfección).

<sup>19</sup> *Id.* en la pág. 324.

<sup>20</sup> Sociedad de Bienes Raíces Latinoamérica, *Sector Inmobiliario 2020: Puerto Rico*, BIENES RAICES LATINOAMÉRICA, <https://blog.bienesraiceslatinoamerica.com/sector-inmobiliario-2020-puerto-rico/> (última visita 16 de diciembre de 2021).

<sup>21</sup> Joel Peress, *Product Market Competition, Insider Trading and Stock Market Efficiency*, 65 JOURNAL OF FINANCE (2010).

<sup>22</sup> Ghazi Momani, *Impact of Economic Factors on the Stock Prices at Amman Stock Market (1992-2010)*, 4 INTERNATIONAL JOURNAL OF ECONOMICS AND FINANCE (1 de enero de 2012), <https://ccsenet.org/journal/index.php/ijef/article/view/13681>; Shafiqul Alam, Rubel Miah & Abdul Karim, *Analysis on Factors that Affect Stock Prices: A Study on Listed Cement Companies at Dhaka Stock Exchange*, 7 RESEARCH JOURNAL OF FINANCE AND ACCOUNTING (2016), <https://www.iiste.org/Journals/index.php/RJFA/article/view/33297/34195>.

<sup>23</sup> Véase U.C.C. § 9-106 (Am. Law Inst. & Unif. Law Comm'n 2010): "(b) Every aspect of a disposition of collateral, including the method, manner, time, place, and other terms, must be commercially reasonable" (como se ve, el criterio de razonabilidad comercial no se limita a los aspectos enlistados en la subsección (b), sino que el lenguaje literal provee para una aplicación general de razonabilidad comercial a todo aspecto de la disposición).

En adelante, se tomarán en consideración por separadas tres cuestiones de alto interés sobre el margen: (a) la divulgación de sus términos, (b) el tiempo de cumplimiento para satisfacerlo cuando se emiten llamadas al margen, y (c) el momento en que estas son emitidas.

#### A. *Divulgación*

Es imprescindible que un deudor sepa de antemano a qué porcentaje debe mantener el margen de su cuenta de corretaje gravada. Los acuerdos de préstamos al margen contienen disposiciones sobre esta cantidad. En adición a esta salvedad habitual en cualquier contrato, los S.R.O. – en cumplimiento con la Regulación T del Federal Reserve System – impone a estos acreedores la divulgación por separado de un documento comúnmente titulado “Margin Disclosure Statement” (en adelante, “declaración de divulgación del margen”, traducción suplida). El Financial Industry Regulatory Authority (en adelante, “FINRA”) en la regla 2264 de su manual establece cuál deberá ser el contenido de esta declaración de divulgación del margen.<sup>24</sup> Además, da una explicación detallada de la naturaleza del préstamo al margen y los riesgos que se suscitan al tomar prestado de este modo. No obstante, ni la regulación federal antes mencionada, ni la regla impuesta por FINRA hacen mención alguna de cómo debe ser divulgado el margen al deudor. El único imperativo requerido a los acreedores es que en la declaración de divulgación del margen refieran al deudor al acuerdo del préstamo.

Al examinar la declaración de divulgación del margen que suscribe RF, se observa que se reservan el derecho de aumentar el margen sin mediar previo aviso al deudor.<sup>25</sup> Esto se debe a que las acciones que desea adquirir el deudor pueden presentar riesgos adicionales. Por lo tanto, se requiere que RF evalúe los riesgos en que va a adentrarse en vez de divulgar un margen categórico no representativo del negocio entre las partes: una práctica enteramente razonable. La divulgación del modo en que se apreciará tal riesgo puede parecer innecesario, pero es impensable exigirle a un acreedor que lo comunique, ya que pudiese incidir en la divulgación de modelos de proyección los cuales suelen ser secretos de negocio de las entidades financieras.<sup>26</sup> El problema radica realmente en que esta práctica se ha convertido en rutinaria por parte de RF y no hay norma alguna para exigir que se mantenga informado al deudor consistentemente cada vez que advienen cambios en sus requerimientos de margen. Entonces, haciendo referencia finalmente al acuerdo de préstamo al margen de RF titulado “Robinhood Financial And Robinhood Securities Customer Margin And Short Account Agreement”, no se encuentra certeza alguna sobre cuál va a ser el margen. El inciso pertinente es el 13, el cual estipula:

Margin. The Customer agrees to maintain in all accounts with Robinhood such positions and margins as required by all applicable statutes, rules, regulations, procedures and custom, or as Robinhood deem necessary or advisable. The Customer agrees to promptly satisfy all margin and maintenance calls.<sup>27</sup>

---

<sup>24</sup> FINRA Manual Rule 2264.

<sup>25</sup> Véase *WC Capital Management, LLC v. UBS Securities, LLC*, 711 F.3d 322 (2013) (donde el *Securities and Exchange Commission* opina que no hay deber del acreedor de notificación previa al deudor para hacer cambios en el margen).

<sup>26</sup> *Id.* en la pág. 325 (el Segundo Circuito resolvió que el acreedor cumple con la Sección 10(b) del *Securities Exchange Act* de 1934 si divulga en qué condiciones exige más colateral y no tiene que divulgar cómo se calcula el riesgo).

<sup>27</sup> *Robinhood Financial and Robinhood Securities Customer Margin and Short Account Agreement*, en las págs. 5-6, <https://cdn.robinhood.com/assets/robinhood/legal/RHS%20Customer%20Margin%20and%20Short%20Account%20Agreement.pdf> (última visita 30 de mayo de 2022).

La única regulación que aplica referente al establecimiento del margen es la regla 4210 de FINRA, la cual provee que el mínimo de margen requerido es de veinticinco por ciento, pero como la cláusula también dispone que RF puede establecer cuál será el mismo, la regulación no sirve como un aviso de margen adecuado para el deudor.<sup>28</sup> En *Liang v. Dean Witter*, el acreedor suscribió un acuerdo similar al de RF que no incluía ningún detalle sobre sus parámetros internos de cómo calcular el margen.<sup>29</sup> La Corte resolvió que estas cláusulas pueden estar en violación de la regulación federal sobre divulgación de requerimientos de margen ya que no le brindan al deudor oportunidad de evaluar efectivamente opciones de financiamiento similares en el mercado.<sup>30</sup> Además, el deudor no tiene medio alguno para saber en qué instancias puede estar incumpliendo ya que ni la declaración de divulgación del margen ni el acuerdo formal del préstamo contienen un número exacto de cuál será el mismo. Y puede que no sea tan preocupante la ausencia de una cantidad numérica exacta, pero lo alarmante no es la dificultad de que el deudor sepa tal porcentaje, sino la probable imposibilidad de saberlo. Como vimos anteriormente, RF se reserva el derecho de cambios al margen sin previo aviso al deudor. ¿Sería entonces válida la disposición de colateral cuando ni siquiera se le proveyeron al deudor los términos en los cuales estaría en incumplimiento? En *WC Capital Management*, el Segundo Circuito federal consideró el hecho que la institución financiera demandada le brindaba la oportunidad al deudor de requerir información adicional sobre el margen.<sup>31</sup> Este elemento le fue persuasivo al Segundo Circuito federal para determinar que los términos de divulgación eran suficientes, satisfaciendo los deberes de la Regla 10b-16. El caso no abundó en qué consistía la información adicional, pero podemos deducir que el porcentaje de margen está incluido en la misma. Deduciendo tal particular, este tipo de cláusula es a la que se debe aspirar pues satisface nuestra preocupación de que el deudor sepa el margen que debe cumplir.

### B. Tiempo Para Satisfacer El Margen

Esta sección contempla el tiempo que tiene un deudor para satisfacer el margen. Por tal razón, el contexto específico de la misma requiere que haya una llamada al margen inicial la cual notifique al deudor de su incumplimiento. Como mencionamos en la Parte V de este escrito, la facultad del acreedor para emitir una llamada al margen es reservada y no imperativa.

En el acuerdo de RF, hay una sola mención de esta práctica y la misma solo se relaciona a la obligación del deudor de satisfacer prontamente el requerimiento de margen.<sup>32</sup> Es en la declaración de divulgación del margen donde se encuentra la normativa aplicable sobre este fenómeno de las llamadas al margen. En resumen, expone que las llamadas al margen pueden ser o no ser emitidas en las instancias que le plazca a RF. Por lo tanto, refleja el carácter absoluto del control que posee el acreedor sobre la cuenta de corretaje objeto del gravamen. Debido a estas apreciaciones, es imperativo concluir que no hay tiempo alguno que tenga el deudor para satisfacer una llamada al margen. Siendo más específicos, la declaración de divulgación del margen dispone al respecto:

You are not entitled to an extension of time on a margin call. While an extension of time to meet margin requirements may be available to

---

<sup>28</sup> FINRA Manual Rule 4210; Cf. FINRA Manual Rule 4210(b) (Coincidiendo con el inciso (b) de la Regla 4210.) “(1) the amount specified in Regulation T, or Rules 400 through 406 of SEC Customer Margin Requirements for Security Futures, or Rules 41.42 through 41.49 under the Commodity Exchange Act (‘CEA’).”

<sup>29</sup> *Liang v. Dean Witter & Co., Inc.*, 540 F.2d 1107 (1976).

<sup>30</sup> *Id.*, en la pág. 1113; véase también 17 C.F.R. § 240.10b-16.

<sup>31</sup> *WC Capital Management, LLC v. UBS Securities, LLC*, 711 F.3d 322, 330 (2013).

<sup>32</sup> Robinhood Financial, LLC & Robinhood Securities, LLC, *Customer Agreement*, en la pág. 24, (2021), <https://cdn.robinhood.com/assets/robinhood/legal/Robinhood-Customer-Agreement.pdf> (“You agree to promptly satisfy all margin and maintenance calls.”) (última visita 31 de mayo de 2022).

customers under certain conditions, a customer does not have a right to the extension.<sup>33</sup>

RF es quien establece cuánto tiempo tendrá el deudor para cumplir con el mantenimiento una vez es emitida la llamada al margen. Es decir, no se le provee ningún estándar de razonabilidad objetivo a la práctica, pues se deja al arbitrio de una parte monopolizar cuándo debe cumplir la otra.<sup>34</sup>

Esta es una sección que requiere muchísimo cuidado ya que la laxitud en la imposición de un plazo para cumplir con el mantenimiento de la llamada al margen puede radicar en la pérdida tanto del deudor como del acreedor. Recordemos que la pérdida del deudor se limita al título sobre las acciones que se disponen, pero el precio de tal disposición queda depositado en su cuenta como colateral; mientras que la pérdida del acreedor se extiende a volver precaria sus opciones de cobro más las repercusiones de posiblemente permitir que el margen disminuya más de lo permitido por la regulación de su respectivo S.R.O.

Así que lo más responsable es que este término carezca de una certeza tajante y lo que se requiera sea un estándar de razonabilidad que considere tanto la naturaleza del potencial riesgo de pérdida y el crédito del deudor. Este último es un factor importantísimo pues si estamos hablando de un deudor con medios económicos extraordinarios que sólo se somete a un préstamo al margen para poder adquirir mayor volumen de valores que el posible si tan solo invirtiera con su patrimonio, sería irrazonable tanto para el acreedor como para sí, que el acreedor disponga de la colateral ya que sus opciones de cobro no se ven sustancialmente afectadas y tampoco la facultad del deudor de depositar más dinero en la cuenta de corretaje.

A pesar de todo esto, el término de cumplimiento que establece el acreedor no debe ser invalidado por razones del historial de volatilidad de las acciones.<sup>35</sup> Este puede ser un factor tan maleable que por sí mismo puede representar riesgos empinados; pero también, proyecciones favorecedoras. Debe dejarse a juicio del acreedor considerar cómo este factor influye en su establecimiento del plazo de satisfacción de margen porque su decisión se fundamenta en su pericia sobre el mercado bursátil y aunque es un riesgo previsible dada la naturaleza fluctuante de este, tal característica de previsibilidad no puede implicar que este asumió el mismo una vez decidió prestarle al deudor. Como discutimos anteriormente, el acreedor utiliza el requerimiento de un margen para disminuir el riesgo y el mismo puede modificarse de tiempo en tiempo. Por lo tanto, queda en manos del acreedor modificar los riesgos de estos contratos; y así es que debe ser siempre y cuando sus criterios satisfagan el estándar de razonabilidad comercial.

### C. *Momento en que son emitidas las llamadas al margen*

El Futures Industry Association (en adelante, "FIA") en su informe "Revisiting Procyclicality: The Impact of the COVID Crisis on CCP Margin Requirements" expone grandes preocupaciones sobre el fenómeno de prociclicidad el cual se agrava con las llamadas al margen intradía (durante una misma jornada del mercado).<sup>36</sup> A diferencia del informe de FIA, este escrito no tiene un alto interés en explicar la prociclicidad; sin embargo, nos sirve como herramienta ilustrativa de los fenómenos que sí son objetos de nuestro

---

<sup>33</sup> Robinhood Financial and Robinhood Securities Margin Disclosure Statement, en la pág. 2, <https://cdn.robinhood.com/assets/robinhood/legal/RHS%20Margin%20Disclosure%20Statement.pdf> (última visita 31 de mayo de 2022).

<sup>34</sup> Véase Futures Industry Association, *Revisiting Procyclicality: The Impact of the COVID Crisis on CCP Margin Requirements*, FIA (29 de octubre de 2020), en las págs 25-26, [https://www.fia.org/sites/default/files/2020-10/FIA\\_WP\\_Procyclicality\\_CCP%20Margin%20Requirements.pdf](https://www.fia.org/sites/default/files/2020-10/FIA_WP_Procyclicality_CCP%20Margin%20Requirements.pdf) (en el cual se comenta que la práctica comercial habitual sobre el tiempo de cumplimiento es de una hora, en promedio).

<sup>35</sup> *Liang*, 540 F.2d en la pág. 1112.

<sup>36</sup> FIA, *supra* nota 35.

estudio. Antes de comenzar esta discusión, diferenciaremos entre dos tipos de llamadas al margen intradía. En primer lugar, existen llamadas al margen intradía cuando el deudor sufre pérdidas debido al uso de métodos para generar ingreso como el *day trading*.<sup>37</sup> En segundo lugar, están las llamadas al margen intradía que son emitidas a pesar de la inacción del deudor en el mercado. Ambas tienen el mismo propósito de disminuir la pérdida actual del deudor y la potencial del acreedor. Sin embargo, solo nos centraremos en el último tipo pues el primero implica que el estado precario en las opciones de cobro del acreedor es creado por la conducta activa del deudor. Es decir, estas llamadas no merecen un escrutinio más severo que aquellas cuando el deudor asume un rol pasivo. Por lo tanto, cuando nos refiramos a las “llamadas al margen intradía”, tengamos en mente que responsablemente excluimos el primer tipo mencionado.

Las llamadas al margen intradía se satisfacen de las dos maneras comentadas anteriormente: disponiendo de los valores depositados en la cuenta de corretaje gravada, o depositando efectivo en la misma. Particularmente, FIA recomienda que esta facultad de los acreedores debe ser utilizada con cuidado para no afectar la liquidez tanto del deudor (efecto microeconómico) como del sector financiero (efecto macroeconómico). A pesar de que el autor comparte la preocupación que expone detalladamente FIA y coincide con las recomendaciones del informe, su preocupación esta más bien dirigida a que el uso errático de este tipo de llamada al margen puede ser riesgoso tanto para el acreedor como el deudor. Estas llamadas al margen comúnmente se emiten cuando la volatilidad en el mercado es alta causando la disminución del valor de las acciones del deudor.<sup>38</sup> Por lo tanto, es posible que en determinado día de alta volatilidad las acciones del deudor fluctúan tanto que en distintos momentos del mismo día el deudor esté en cumplimiento con el margen; mientras que en otros, no lo esté. Si se emite la llamada al margen y el deudor deposita efectivo satisfaciendo el margen y al final del día sus acciones terminan estando valoradas en una posición positiva, no habría ninguna pérdida para este pues podría retirar el exceso que depositó para satisfacer la llamada. Ahora bien, si la manera en que satisfizo el margen fue disponiendo de los valores cuando estos se posicionan en un valor menor al que tenían al momento de cerrar el mercado, la diferencia entre estos dos valores sería una pérdida. Para evitar esta posible pérdida del deudor que para nada afecta al acreedor, FIA recomienda que las llamadas al margen se utilicen en horas determinadas del día, con una frecuencia específica y fuera de horas en que el mercado esté activo.<sup>39</sup> FIA argumenta que el uso excesivo de estas llamadas al margen se debe a que el margen inicial es impuesto en momentos en que la volatilidad no representa grandes riesgos y que posteriormente no se modifica con la debida diligencia cuando las mecánicas del mercado hacen previsible que se avecina un momento de alta volatilidad.

Por lo tanto, podemos concluir que tal conducta de las instituciones financieras pudiese implicar que no están a la altura de las prácticas de su plaza. Consecuentemente, esto pudiese sentar las bases para concluir que si – debido al incumplimiento del deudor para satisfacer la llamada al margen – el acreedor decide ejercer su facultad de control para disponer de la colateral, tal disposición no sería comercialmente razonable ya que ese aspecto de delimitar un margen apropiado no cumplió los estándares de la plaza. Ahora bien, lo importante aquí nuevamente es que esa delimitación del margen tiene que verse con deferencia, puesto que es improbable que exista consenso en la comunidad financiera sobre un riesgo particular. Es

---

<sup>37</sup> Gregory Hamel, *Can You Buy & Sell a Stock the Same Day?*, ZACKS, <https://finance.zacks.com/can-buy-sell-stock-same-day-3164.html> (última visita 15 de diciembre de 2021) (“Day traders buy and sell stocks on the same day, trying to profit from daily fluctuations of stock prices”).

<sup>38</sup> FIA, *supra* nota 35, en la pág. 3 citando a Commissions on Payments and Market Infrastructures Board of the International Organization of Securities Commissions, *Resilience of central counterparties (CCPs): Further guidance on the PFMI*, CPMI & IOSCO (2017), en la pág. 35, <https://www.bis.org/cpmi/publ/d163.pdf> (última visita 31 de mayo de 2022).

<sup>39</sup> *Id.*, en las págs. 6, 24-25.



decir, el estándar de la razonabilidad comercial tiene que ser particularizado caso a caso. Al parecer, la única instancia que permitiría no cualificar como comercialmente razonable una disposición de colateral en estos casos es cuando la entidad financiera tiene una creencia (fundamentada en su pericia) de que se afectará de manera negativa el valor de la cuenta gravada y a su vez no procede a modificar el margen de manera que reduzca el riesgo. Es en esta situación en que ignora sus propias conclusiones en que sería irrazonable que luego proteja su acreencia mediante una disposición unilateral de la colateral. La óptica debe ser exclusiva de cómo debería obrar un acreedor para su propio beneficio tomando como factores determinantes sus propias proyecciones y maneras de hacer negocios. Tiene que entonces surgir una dejadez del acreedor que le afecte puesto que tampoco debemos exigirle la obligación de obrar en favor del deudor, a pesar de que pensemos que ese curso de acción es el más que le beneficia.<sup>40</sup>

### CONCLUSIÓN

Para que este mercado no pierda su viabilidad, la recomendación es que las instituciones financieras como RF establezcan unos parámetros de margen más estrictos contra el deudor y que constantemente los divulguen. Las instituciones financieras deben establecer lo que en inglés se denomina *floor margin* que no sufra disminución por razón de que el riesgo que presentan los valores que el deudor desea adquirir justifiquen tal disminución.<sup>41</sup> Esto se debe a que el *floor margin* debe ser establecido anticipando un momento de alta volatilidad. Si el margen inicial es más benigno para el deudor que el *floor margin*, su consecuencia será que si llegase ese momento de volatilidad habría una diferencia abismal entre estos dos márgenes; y el deudor entonces tendrá que satisfacerla. Entendamos que el mínimo de margen al veinticinco por ciento de la regulación es un *floor margin* estatutario.

Otro método que pudiesen emplear las instituciones financieras es disminuir la cantidad que pueda tomar prestado el deudor. La Regulation T (en adelante “la Regulación”) también dispone sobre este particular que solo se pueden tomar prestado el cincuenta por ciento del costo de los valores que desea adquirir el deudor. Una entidad financiera puede optar por ser más estricta con este máximo y reducirlo a una cantidad que reputa conveniente viendo tales factores como el crédito del deudor y el riesgo que representan los valores que este desea adquirir. Incluyendo esta práctica de manera más rigurosa, el margen inicial puede que ni necesite regirse por el *floor margin* absoluto antes mencionado pues esta medida de limitar la cantidad prestada tiene el mismo efecto. En adición, estas dos prácticas pueden ser efectuadas simultáneamente, pero tomando en consideración que la relación entre estas pudiese ser implementada con un modelo que represente una proporción directa entre las variables. Es decir, mientras más estricto el margen, más dinero pudiese tomar prestado el deudor pues el aumento en los requisitos al margen ya aminoró el riesgo. Lo opuesto sería igualmente cierto: al disminuir la cantidad que puede tomar prestado el deudor, tendría un margen mucho más benigno. Esto a su vez se le podría presentar al deudor como una oferta de que puede tanto optar por un margen más estricto o por uno más liberal.

Estas conclusiones parecerían erróneas si partimos del silogismo de que a menos crédito, menos dinero devengarán las instituciones financieras y que, consecuentemente, se paraliza el crédito. Sin embargo, la propuesta es que volvería más robusto este sector. Desde el punto de vista conductual, al haber mayor divulgación y claridad en los términos de este contrato, esto estimularía a potenciales deudores a invertir de este modo. En adición, *floor margins* más estrictos tendrán el efecto de que los deudores se comporten con mayor responsabilidad al momento de invertir. Es la opinión de expertos que asesoran potenciales deudores, que

---

<sup>40</sup> Llegaríamos a una conclusión distinta si la relación tuviese el componente del deber fiduciario.

<sup>41</sup> *Id.*, en las págs. 21-24.

no tomen prestado el máximo que le permite las políticas de la entidad financiera acreedora o la regulación.<sup>42</sup>

Particularmente, John Person, el fundador de Persons Planet, dice que una regla tajante que puede ser empleada por el deudor mismo es que no tome prestado más del veinticinco por ciento contra los activos elegibles y que además mantenga una proporción entre deuda y capital cerca del quince por ciento al veinte por ciento.<sup>43</sup> Como vemos, esa cifra recomendada del veinticinco por ciento es la mitad de la cantidad que puede tomar prestado un deudor por virtud de la Regulación. Estas prácticas conllevarían mejor protección de los deudores que se traduciría a potenciales inversiones de estos (así estimulando el crédito) contrario al efecto, irónicamente, que tendrían las prácticas más liberales pues en estas se permite mucho mayor riesgo. En términos de ganancias para los acreedores, las prácticas actuales permiten que devenguen más ingresos a corto plazo, pero las propuestas aquí plasmadas tienen el efecto de aumentar estos a largo plazo en adición de estimular que se sumen más deudores a tomar prestado al margen. Por lo tanto, el acreedor puede fungir como “asesor” de un deudor puesto que restringe su oferta de crédito para su propio beneficio posterior. Nuestra conclusión adopta este silogismo: con la ganancia del deudor, gana el acreedor.

---

<sup>42</sup> Coryanne Hicks & Debbie Carlson, 4 *Things to Know About Brokerage Margin Accounts*, U.S. NEWS (May 17, 2021), <https://money.usnews.com/investing/portfolio-management/articles/things-to-know-about-brokerage-margin-accounts> (última visita 17 de diciembre de 2021).

<sup>43</sup> *Id.*