

# PRÉSTAMO BURSÁTIL DE VALORES

Juan Antonio Egüez\*

***El préstamo bursátil de valores, figura regulada en el Reglamento de Operaciones de Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima, es una operación destinada a permitir la oportuna liquidación de valores. Es decir, mediante dicha figura se posibilita que los agentes que no cuentan con valores puedan cumplir a tiempo con sus obligaciones.***

***En el presente artículo, el autor analiza la manera como se ha regulado el préstamo bursátil de valores, centrándose principalmente en la estructura bajo la cual ha sido diseñado, el interés de los sujetos que participan en la operación y las soluciones que se han dado para dar respuesta a las situaciones que podrían desincentivar el desarrollo de esta figura bursátil.***

Hace algunos días se dictaron algunas disposiciones complementarias para viabilizar el desarrollo de las operaciones de préstamo bursátil de valores (en adelante, “préstamo de valores”)<sup>1</sup>, figura introducida por el Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima (en adelante, el “Reglamento”)<sup>2</sup>, hace poco menos de un año.

Ahora bien, y aun cuando dicha operación constituye una de las principales innovaciones del Reglamento, debemos advertir que hasta hoy no existe una adecuada difusión de las ventajas que ofrece dicha figura y, en general, del tratamiento normativo que se le ha concedido.

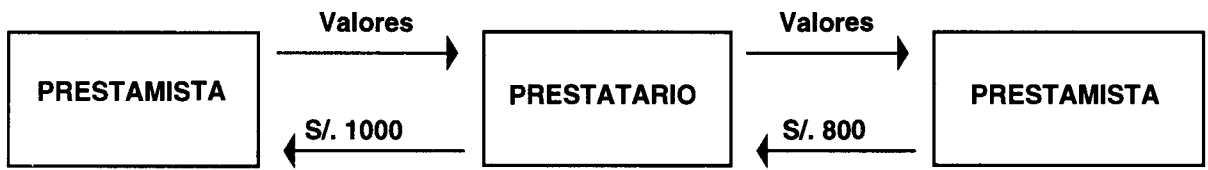
En tal contexto, el presente artículo desarrollará los lineamientos generales bajo los que ha sido reglamentada dicha operación. En particular, analizaremos cuál es la estructura bajo la que ha sido diseñada, el interés de los sujetos que participan en la misma y, finalmente, los mecanismos previstos para dar respuesta a situaciones extraordinarias que podrían desincentivar el desarrollo de tales operaciones, a saber: entrega de dividendos, acciones liberadas, realización de ofertas públicas de adquisición, ofertas públicas de compra, ofertas públicas de intercambio, entre otros supuestos.

---

\* Abogado, Ex-miembro del Comité Directivo de THEMIS – Revista de Derecho

<sup>1</sup> Tales disposiciones fueron dictadas mediante la Resolución CONASEV 097-99-EF/94.10. En dicha Resolución se precisa fundamentalmente cuáles son los sistemas de negociación para las operaciones de préstamo de valores y cuáles son los límites por valor y por intermediario para el desarrollo de las mismas. Por lo demás, tales disposiciones constituyen una clara intención de la Bolsa de Valores de Lima y de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores de impulsar el desarrollo de tales operaciones. En la actualidad, según información proporcionada por la Bolsa de Valores de Lima, se vienen haciendo los últimos ajustes al sistema de negociación electrónica (ELEX) para que permita el desarrollo de las operaciones de préstamo de valores. Según se nos ha indicado, se espera que el próximo año, dichas operaciones comiencen a ser realizadas en nuestro país.

<sup>2</sup> El Reglamento fue aprobado mediante Resolución CONASEV 21-99-EF/94.10.



**Gráfico 1**

**CARACTERÍSTICAS GENERALES DEL PRÉSTAMO DE VALORES**

El préstamo de valores es una operación destinada a contribuir con la oportuna liquidación de las operaciones bursátiles. A través de dicha operación, se busca proveer de valores a los agentes que – por cualquier razón - carecen de ellos a fin de que puedan utilizarlos para liquidar sus operaciones en las fechas previstas.

Ahora bien, conforme a la definición contemplada en el artículo 42 del Reglamento, debemos indicar que se ha previsto una estructura particular para dicha “cesión temporal de valores”. En efecto, - tal como se grafica a continuación - el préstamo de valores ha sido diseñado como una operación integrada por dos compraventas coligadas<sup>3</sup>.

Así, en el marco de esta operación, se desarrolla una venta de valores en el mercado de contado o a plazo y simultáneamente una operación inversa de venta a plazo por la misma cantidad y especie de valores. A continuación, describiremos las principales características de dicha operación.

**Participantes**

El prestamista es el titular originario de los valores y como tal actúa como vendedor en la primera compraventa. Por su parte, el prestatario es el agente carente de valores que actúa como comprador en la primera compraventa (Ver gráfico 1).

**Valores**

Los valores susceptibles de ser negociados en una operación de préstamo de valores son aquéllos que integran la Tabla de Valores Referenciales –TVR-, elaborada por la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Tales valores deben haber sido previamente registrados mediante anotaciones contables en la Institución de Compensación y Liquidación de Valores - CAVALI ICLV- y deben estar libres de gravamen en la cuenta del comitente prestamista.

**Precio de los valores**

Tal como se evidencia en el gráfico precedente, el precio de los valores en la segunda compraventa es menor al pagado en la primera venta. En efecto, debe tenerse presente que dichas operaciones se realizan para satisfacer el interés del prestatario. En consecuencia, bajo tal esquema resulta lógico que el prestamista recompre dichos valores a un menor precio. En caso contrario, el prestamista no tendría ningún interés en participar en tal tipo de operaciones.

**Margen de garantía**

El margen de garantía es el conjunto de valores<sup>4</sup> o dinero depositado en CAVALI ICLV tanto por el prestatario como por el prestamista en respaldo de la obligación convenida por las partes de efectuar la segunda compraventa en la fecha prevista y al precio acordado.

<sup>3</sup> Según se desprende del gráfico mostrado, la estructura de dicha operación es bastante similar a la de la operación de reporte. No obstante, se diferencia de aquella figura en el hecho de que es el préstamo de valores, el prestatario cuenta con libre disponibilidad de los valores adquiridos en la primera operación. Adicionalmente, en el préstamo de valores, el precio de la segunda compraventa es menor al de la primera.

<sup>4</sup> En caso que el margen de garantía esté constituido por valores – y siempre que disminuya la cotización de los mismos – el prestatario se verá forzado a incrementar el margen de garantía originalmente otorgado.

A tales efectos, el prestamista deberá mantener el cien por ciento del dinero pagado por el prestatario como margen de garantía. Por su parte, el prestatario deberá otorgar en garantía un conjunto de valores o de dinero de por lo menos igual al monto de cobertura. En este último caso, la garantía que otorgue el prestatario ante CAVALI ICLV debería ser suficiente para cubrir la diferencia del precio de venta de ambas operaciones.

### Plazo del préstamo de valores

El plazo para las operaciones de préstamo de valores se determina libremente por las partes, siendo el plazo máximo de trescientos sesenta (360) días calendario.

Asimismo, debe indicarse que el Reglamento ha previsto una modalidad denominada “precio variable”, la misma que se caracteriza porque las partes pueden liquidar la operación antes de la fecha pactada. En este caso, el precio al que se liquidará la operación a plazo será determinado en función al tiempo transcurrido<sup>5</sup>. En el caso que el prestamista solicite la liquidación de la operación, ésta se liquidará al quinto día de la fecha de dicho requerimiento.

### Liquidación de las operaciones

La liquidación de las operaciones deberá realizarse en la fecha acordada por las partes. No obstante, conviene destacar que el prestatario se encuentra habilitado para liquidar tal operación de préstamo - sin necesidad de contar con la conformidad del prestamista - siempre que entregue al prestamista la misma cantidad de valores materia de la operación y pague el monto acordado para la segunda venta.

Sobre el particular, hacemos notar que en el caso en que el prestatario liquide anticipadamente tal operación no se produce ningún perjuicio para el prestamista. Por el contrario, se le permitirá recomprar los valores al precio convenido en un plazo menor al originalmente pactado, recibiendo así el mismo beneficio anticipadamente.

## VENTAJAS DE LA OPERACIÓN DE PRÉSTAMO DE VALORES

En función a las características descritas en el acápite precedente, podemos indicar que la presente operación genera para las partes los siguientes beneficios:

### Para el prestamista

Esta operación le permite obtener una rentabilidad mayor sobre sus valores sin necesidad de desprenderse de los mismos.

### Para el prestatario

Esta operación le permite cubrir faltantes en la liquidación de sus operaciones bursátiles. De modo complementario, dicha figura favorece el desarrollo de las ventas descubiertas<sup>6</sup>.

## SITUACIONES EXTRAORDINARIAS

Conforme a lo indicado en los puntos precedentes, debemos destacar que el beneficio del prestamista en la presente operación consiste en que se le permite recomprar sus valores a un precio menor al de mercado<sup>7</sup>.

En efecto, queda claro que el prestamista no se vería motivado a realizar tal tipo de operaciones si el precio que pagara por dichos valores (segunda venta) fuese superior al valor de mercado. En tal caso, resultaría más beneficioso para aquél comprar tales valores en el mercado que recomprárselos al prestatario, toda vez que así pagaría un menor valor por los mismos.

En tal contexto, y a fin de aminorar los riesgos de que se produzca tal situación desventajosa para el prestamista, se han previsto una serie de mecanismos para dar respuesta a algunas de las situaciones que repercuten significativamente en la cotización de los valores<sup>8</sup>; a saber, entrega de dividendos, acciones liberadas, realización de una oferta pública de adquisición, oferta pública de compra, oferta pública de intercambio, entre otros supuestos. A continuación, detalla-

<sup>5</sup> Vale decir, dicho precio se reducirá en forma proporcional a los días de anticipación con que se efectúa la devolución de los valores. No obstante, se estima que la Tasa de Rendimiento Esperada (TRE) utilizada para determinar el precio de la segunda operación incluiría la prima de salida del prestatario.

<sup>6</sup> Las ventas descubiertas son ventas que se realizan sin contar previamente con los valores. Dichas operaciones son realizadas por los inversionistas cuando consideran que un valor está sobrevaluado y apuestan por una baja en su cotización. La ganancia se encuentra en la diferencia entre los precios de la venta al descubierto y la compra para devolver los valores prestados.

<sup>7</sup> En efecto, debe tenerse presente que el precio de la segunda venta es menor al de la primera. En el entendido que la primera venta se realice al valor de mercado, resulta razonable que el precio de la segunda operación se realice a un precio inferior al de mercado.

<sup>8</sup> Adicionalmente, se ha previsto que tales operaciones se realicen únicamente con valores registrados en la TVR. Tal tipo de valores no presentan, por lo general, variaciones marcadas en su cotización.

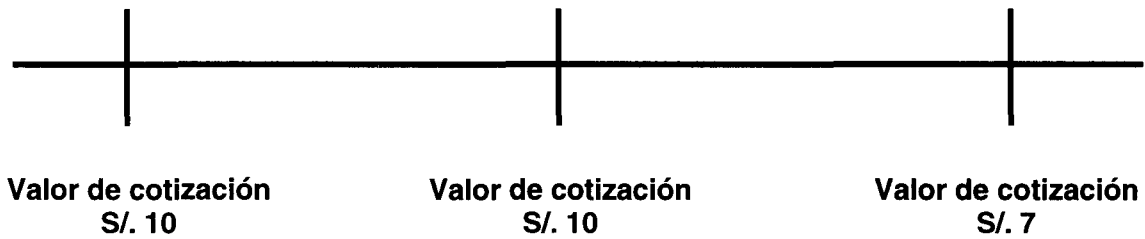


Gráfico 2

mos cuáles son tales medidas incorporadas en el Reglamento.

### Entrega de beneficios

La cotización de los valores se ve influenciada directamente por la entrega de dividendos, acciones liberadas o certificados de suscripción preferente. En tales casos, al día siguiente de la fecha de corte<sup>9</sup>, la cotización de los valores se reduce significativamente, toda vez que los nuevos accionistas no tendrán derecho a los beneficios (dividendos, acciones liberadas) que serán materia de entrega durante dicho ejercicio.

En tal contexto, asumamos que se produce una entrega de beneficios durante la ejecución de una operación de préstamo de valores, pactada bajo los siguientes términos:

- Cantidad de valores = 100
- Valor de mercado de cada acción = S/. 10 Nuevos Soles
- Precio de liquidación de la primera venta = Valor de mercado (100 X S/. 10 = S/. 1,000)
- Precio de liquidación de la segunda venta = (100 X S/. 8 = S/. 800)

Bajo tales condiciones, resulta claro que, de ejecutarse la segunda operación, el prestamista se vería afectado toda vez que compraría valores a un precio mayor al de mercado (precio pactado para la segunda venta sería igual a 100 X S/. 8 = S/. 800, mientras que el precio que resultaría de comprar dichas acciones a

cualquier otro inversionista sería igual a 100 X S/. 700).

En tal contexto, y a fin de eliminar los perjuicios que podrían originar tales situaciones para el prestamista, se han establecido en el Reglamento mecanismos que obligan al prestatario a compensar al prestamista por la reducción en la cotización de los valores que se produce por la entrega de beneficios<sup>10</sup>. Así, en concreto, en función a la naturaleza de los beneficios materia de entrega se ha previsto lo siguiente:

### Dividendos

En el caso de dividendos, se ha impuesto al prestatario la obligación de entregar al prestamista al término de la operación un importe equivalente a los dividendos recibidos.

### Acciones liberadas

En el caso de acciones liberadas, el prestatario deberá entregar al prestamista al término de la operación una cantidad adicional de acciones equivalente al de las acciones liberadas que habría recibido, en el caso que no hubiese transferido sus acciones en el marco de dicha operación de préstamo.

Al respecto, entendemos que la justificación para establecer una solución distinta a la indicada en el caso anterior (dividendos) obedecería a que se busca que no se diluya la participación accionaria del prestamista en la sociedad.

<sup>9</sup> Conforme a lo dispuesto por el literal j) del artículo 2 del Reglamento, la fecha de corte es el último día de negociación con derecho a suscripción de nuevos valores o algún otro derecho o beneficio a que se refiere la fecha de registro.

<sup>10</sup> Debemos tener presente que aun cuando la operación se denomina "préstamo de valores", no debe confundirse dicha operación con figuras civiles tales como el mutuo o el comodato. En la operación de préstamo de valores, existe una efectiva transferencia de propiedad, y por tanto, los beneficios derivados de las acciones (dividendos, acciones liberadas, certificados de suscripción preferente) serán entregados a aquéllos que al momento de la fecha de corte aparezcan como titulares de los valores. Del mismo modo, los derechos políticos que se derivan de tales acciones serán ejercitados por aquellos que aparezcan como titulares de las acciones.

## Certificados de Suscripción preferente

Sobre el particular, se ha precisado que el prestatario deberá entregar al prestamista un importe equivalente al valor teórico del derecho de suscripción o el del último precio del certificado de suscripción preferente registrado en la Rueda de Bolsa, el que fuere mayor. De igual modo, el prestatario podrá entregar al prestamista certificados de suscripción preferente por una cantidad similar a las que le hubiese correspondido percibir, siempre que éstos fuesen aún negociables.

Al respecto, debemos mencionar que el certificado de suscripción preferente es negociado en la BVL, independientemente de las acciones que le dan origen. En consecuencia, dichos certificados marcan una cotización propia.

Así las cosas, a efectos de estimar el valor de la compensación se ha previsto que la misma se determine en función a su última cotización o en atención a su valor teórico de negociación<sup>11</sup>.

Ahora bien, en relación con todos los beneficios indicados precedentemente (dividendos, acciones liberadas o certificados de suscripción preferente), debemos resaltar que si bien los mecanismos expuestos benefician directamente al prestamista, afectan en la misma medida al prestatario.

En efecto, debe tenerse presente que el prestatario no adquiere tales valores para conservarlos durante la operación de préstamo, sino para cumplir con la liquidación de otras operaciones. En consecuencia, y atendiendo a que por regla general, el prestatario no aparece como titular de los valores en el momento de la fecha de corte (toda vez que los mismos los tiene un tercero), no recibirá los beneficios materia de análisis. Debemos enfatizar que la sociedad otorgará tales beneficios a aquél que aparezca como titular de los valores en la fecha de corte.

De este modo, ante la disyuntiva de beneficiar ya sea al prestamista o al prestatario<sup>12</sup>, se ha optado en el Reglamento por beneficiar al primero de ellos. Dicha

medida obedece a que el principal interesado por realizar las operaciones de préstamo de valores es precisamente el agente que carece de valores (prestatario), que los necesita para cumplir con la liquidación de una operación determinada.

## Oferta Pública de Adquisición, Oferta Pública de Compra u Oferta Pública de Intercambio

En términos generales, debe tenerse presente que cuando se produce cualquier proceso de oferta pública secundaria (oferta pública de adquisición –OPA-, oferta pública de compra –OPC- u oferta pública de intercambio –OPI-), los titulares de los valores se ven beneficiados en tanto pueden desprenderse de los mismos, recibiendo una prima adicional al valor de sus acciones (o acciones más líquidas o de mayor valor en el caso de la OPI).

Por lo demás, queda claro que mientras no se liquide la segunda venta, el prestamista se encontraría imposibilitado de participar en cualquiera de dichos procesos.

Así las cosas, y con el objeto de que la eventualidad de que se desarrollen dichos procesos no constituya un desincentivo para el prestamista de participar en tales operaciones, se han establecido mecanismos en el Reglamento por los que se concluye anticipadamente la operación. Tal liquidación anticipada permite al prestamista participar en dichos procesos de oferta pública.

Ahora bien, debemos indicar que aun cuando existen ciertas diferencias en el tratamiento concedido a los distintos procesos de oferta pública, las reglas que se aplican a dichos procesos son bastante similares. En efecto, en la eventualidad de que se produzca cualquiera de dichos procesos (OPA, OPC u OPI), se ha previsto que el prestamista se encontrará facultado a solicitar la devolución de los valores dentro de los dos (2) días de anunciada la OPA, OPC u OPI<sup>13</sup>. En tal caso, el prestatario deberá entregar tales valores hasta cinco (5) días antes de la fecha de vencimiento del plazo de aceptación de dicha oferta. A tales efectos, debemos indicar que la falta de comunicación del

<sup>11</sup> La cotización bursátil se determina en función a las ofertas de compra o de venta ingresadas por los inversionistas. Así, en el caso que no se ingrese ninguna oferta de compra o de venta respecto de dichos certificados, no se podrá determinar ninguna cotización para dichos valores. En tal contexto, y a fin de establecer algún índice para determinar el importe de la compensación, se recurre a la figura del valor teórico de negociación. Tal valor teórico de negociación se determina a través de una fórmula matemática.

<sup>12</sup> En efecto, ante dicha situación, pudo haberse previsto cualquiera de las siguientes medidas:

(i) Beneficiar al prestamista, estableciendo alguna compensación en su favor por los beneficios entregados.

(ii) Beneficiar al prestatario, eliminado cualquier tipo de compensación en favor del prestamista.

<sup>13</sup> Para el ejercicio de sus derechos, el prestamista deberá cursar tales comunicaciones a CAVALI ICLV.

prestamista implica su intención de continuar con el préstamo bursátil<sup>14</sup>.

En tales casos, la operación se liquidará en la fecha que se entreguen tales valores al precio de la primera venta. Vale decir, el prestamista no recibirá ningún descuento en el precio de recompra ni siquiera por los días transcurridos<sup>15</sup>.

Así, con la fórmula propuesta, ambas partes se ven beneficiadas con la liquidación anticipada de la operación. Por un lado, el prestatario vende los valores al precio de la primera compra<sup>16</sup> (lo cual implica que no otorga al prestamista ninguna compensación por el uso de los valores), y, de otro lado, el prestamista tiene a su disposición valores que los podrá ofrecer en el proceso de oferta pública en curso, y consiguientemente acceder a la prima (o en su caso, valores más atractivos) ofrecidos en dichos procesos.

Por lo demás, en el caso que el prestatario no cumpla con efectuar la entrega de los valores en la fecha prevista, deberá compensar al prestamista con un importe equivalente a la diferencia entre el precio de la primera compra y el que resulte de aplicar el precio de la OPA u OPC.

Finalmente, debemos destacar que los valores objeto de una OPA u OPI no podrán ser materia de las operaciones de préstamo bursátil de valores, ni entregadas como margen de garantía, desde que se hubiese anunciado dicha oferta<sup>17</sup>.

### **Disolución con liquidación, fusión por absorción, fusión para la constitución de una nueva sociedad o escisión**

En el caso que se anuncie un acuerdo de disolución, fusión por absorción, fusión para la constitución de una nueva sociedad o escisión que involucre a la sociedad emisora de los valores objeto del préstamo, la operación se liquidará anticipadamente dentro de los diez (10) días de formulado el anuncio o al vencimiento de la operación de préstamo de valores, lo que ocurra primero. En tal caso, el precio al que se liquidará la segunda venta estará determinado por una reducción proporcional del precio de la primera venta, en aplicación de la Tasa de Rendimiento Esperada (TRE) pactada por las partes y los días transcurridos.

Sin perjuicio de lo anterior, las partes podrían convenir que la liquidación de la operación se produzca al final de la operación, inclusive con los valores provenientes del canje, cuando corresponda, aun cuando los valores resultantes no formen parte de la TVR.

Finalmente, debemos destacar que no podrán realizarse operaciones de préstamo con valores, cuyo emisor hubiera anunciado la convocatoria a una junta general de accionistas para tratar la exclusión del valor, su disolución con liquidación o algún proceso de fusión o escisión.

<sup>14</sup> Tales decisiones son económicamente razonables en el caso que la ganancia que pudiera obtenerse por la diferencia entre el precio de la primera y segunda venta fuese mayor a la diferencia que podría existir entre el precio de la primera compra y el precio de la OPA u OPC (o en el caso que los valores materia de la OPI no resulten tan atractivos).

<sup>15</sup> Recordemos que bajo el esquema inicial, el prestamista recompra los valores a un precio inferior al de la primera compra.

<sup>16</sup> Hacemos notar que en el caso que el prestatario no mantenga la titularidad de los valores en el momento en que se efectúa el anuncio de la oferta pública, deberá salir a comprar dichos valores al mercado. En tales casos, sí se producirá un perjuicio económico para aquél, toda vez que la cotización de tales valores se habrá elevado significativamente, a fin de recoger las expectativas de los inversionistas de beneficiarse con dichos procesos de oferta pública.

<sup>17</sup> Se ha previsto una regla similar para el caso de la OPC. No obstante, tal como se indica en el siguiente acápite, tales restricciones son aplicables desde que se hubiera anunciado la convocatoria a la junta general de accionistas para tratar la exclusión del valor.