

APUNTES EN TORNO A LA INTERMEDIACIÓN BURSÁTIL, EL CONTRATO DE COMISIÓN MERCANTIL Y SU RELACIÓN CON LOS INTERMEDIARIOS BURSÁTILES

Aldo Reggiardo Denegri*

INTRODUCCIÓN

Resulta un lugar común señalar cómo el vertiginoso desarrollo experimentado por nuestro aún pequeño Mercado de Valores ha influido en la legislación mercantil peruana y, especialmente en aquella destinada a regular el funcionamiento y operatividad del Mercado de Valores. Cada vez más, resulta evidente la necesidad de ir adaptando nuestra legislación mercantil al avance económico y financiero que traza el camino de los mercados de capitales y de los distintos mercados de valores. La adaptación de experiencias internacionales a nuestra realidad se ha hecho evidente y necesaria en los últimos años en este mundo globalizado, dentro del cual un cambio económico repercute inmediatamente en cualquier economía del globo.

Sobre la base de la premisa expuesta, nuestra legislación vigente en materia del Mercado de Valores ha aplicado con virtudes más que con defectos, que innegablemente existen, las experiencias de otras latitudes, contrastándolas y adaptándolas a la realidad local.

No obstante ello, aun cuando pueda sonar paradójico, en las bases de nuestra regulación así como en las de aquellos países de tradición jurídica continental, subyacen principios e instituciones de larga data, en virtud de los cuales se asientan y desarrollan muchas de las normas que regulan el funcionamiento y dinámica del mercado.

El presente artículo pretende describir y analizar aspectos puntuales de la intermediación en el Mercado de Valores, así como las relaciones entre los intermediarios bursátiles - Sociedades Agentes de Bolsa- con sus comitentes dentro del marco regulatorio estable-

Las operaciones que se llevan a cabo en el ámbito del Mercado de Valores se caracterizan por ser complejas y dinámicas. Por ello, se hace necesario la intervención en dichas operaciones de terceros (agentes) que cuenten con un grado de conocimiento e información mayor al que poseen los inversionistas comunes. Asimismo, la presencia de los agentes intermediarios en el Mercado de Valores se justifica también en tanto éstos se vuelven cuasi – garantes de la información transmitida, no limitándose su función a la simple “intermediación” sino que ésta debe incluir ciertas obligaciones adicionales. Ello, porque los inversionistas al momento de realizar transacciones en el Mercado de Valores deben confiar en que la información que poseen es adecuada y suficiente para poder basar sus decisiones en ella.

En el presente artículo, el autor realiza un estudio de la función que cumplen los agentes intermediarios en el Mercado de Valores, diferenciando éste de otros mercados, y de las reglas que regulan la relación que vincula a los mismos con los inversionistas.

* Abogado egresado de la Pontificia Universidad Católica del Perú.

cido por la Ley de Mercado de Valores, aprobada por el Decreto Legislativo 861. Específicamente se resaltarán dentro de tales relaciones la vigencia e importancia del Contrato de Comisión Mercantil.

I. APROXIMACIÓN AL MERCADO DE VALORES

Pretender esbozar una definición del Mercado de Valores desde un punto de vista netamente jurídico resulta además de estéril, una tarea de extrema dificultad. Es consecuencia de ello que la mayoría de las definiciones que en la actualidad se utilizan para definir al Mercado de Valores recurren a postulados de la ciencia económica con el afán de obtener las respuestas que por sí sólo no puede otorgar el Derecho.

Por ello, antes de entrar de lleno a elaborar una definición de lo que se entiende comúnmente por Mercado de Valores, es preciso comenzar por aclarar conceptualmente a qué nos referimos cuando hablamos de Mercado Financiero.

En términos económicos sencillos el Mercado Financiero es el espacio en donde se intercambian o negocian activos financieros. Es decir, aquel lugar en que el tipo de activo que se intercambia es un activo intangible cuyo valor consiste en un derecho a obtener un beneficio¹.

Los tratadistas Juan Fernández-Armesto y Luis Carlos Bertrán definen al Mercado Financiero de una manera absolutamente clara y hasta elemental, que a fin de hacer el presente trabajo lo más didáctico posible tomaremos como punto de partida. Señalan Fernández-Armesto y Bertrán que el Mercado Financiero es la principal división dentro del mercado en general y que se distingue del mercado de intercambio de bienes y servicios porque el objeto de intercambio en aquél es dinero, bien directamente o bien representado en valores negociables².

Dentro del mismo orden de ideas Ubaldo Nieto define en términos sencillos al Mercado Financiero como el conjunto de canales de interrelación entre oferta y

demanda de fondos, señalando que se puede distinguir dentro de éste entre mercados monetarios y mercados de capitales, siendo que en los primeros se ofrecen y demandan fondos a corto plazo y en los segundos a mediano y largo plazo³.

Dentro del marco conceptual previamente señalado, podemos afirmar que la lógica sobre la cual se desarrollan las operaciones en el Mercado Financiero se asienta básicamente en lo siguiente: dentro del mercado, es usual que concurren individuos o empresas que han atesorado cantidades de dinero a través del ahorro de los excedentes obtenidos en el desarrollo de sus actividades económicas con otros individuos que no cuentan con ese excedente o se encuentran en una situación deficitaria desde el punto de vista patrimonial que no les permite "financiar" ya sea su actividad actual o sus proyecciones empresariales de mediano y largo plazo.

Es en el panorama antes descrito que surge el Mercado Financiero, a fin de canalizar el ahorro de los individuos o empresas con excedentes a manos de aquellos necesitados de financiar sus proyectos. En palabras de los autores antes citados "El Mercado Financiero tiene precisamente por objeto canalizar el ahorro de los inversores hacia los demandantes del crédito"⁴

En nuestro medio Rafael López-Aliaga Cazorla y Lorenzo Souza Debarbieri, siguiendo la tendencia antes descrita, han definido a los mercados financieros como "aquéllos en donde se transan los productos financieros (activos y pasivos) provistos por los agentes económicos superavitarios y deficitarios"⁵.

El Mercado Financiero está dividido básicamente en dos grandes bloques. Por un lado se encuentra el Mercado de Crédito⁶ y por el otro el Mercado de Valores. En ese sentido, el Mercado de Valores puede ser definido de forma lata como aquella fracción del Mercado de Capitales o del Mercado Financiero donde se intercambian promesas de dinero hoy por promesas de dinero mañana. El Mercado de Valores es el ámbito de negociación de aquellos "valores" representativos de promesas de dinero futuro.

¹ MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, Juan y José Enrique CACHÓN BLANCO. "Activos y Mercados Financieros. Las Acciones". Pirámide S.A.: Madrid, 1996. p.16

² FERNÁNDEZ-ARMESTO, Juan y Luis de Carlos BERTRÁN. "El Derecho del Mercado Financiero". Civitas: Madrid, 1992. p.41

³ NIETO CAROL, Ubaldo. "El Mercado de Valores, Organización y Funcionamiento". Civitas. 1993. p.31

⁴ FERNÁNDEZ-ARMESTO, Juan y Luis de Carlos BERTRÁN. Op Cit. p.41

⁵ LÓPEZ-ALIAGA Rafael y SOUZA DEBARBIERI, Lorenzo. "La Intermediación Financiera y Banca de Inversiones en el Perú". En: Derecho y Sociedad Año VIII número 12. p.110

⁶ No es objeto del presente trabajo detenernos en el análisis y comentario del Mercado de Crédito. Sin embargo, es preciso que se tome en consideración que en el Mercado de Crédito, a diferencia del Mercado de Valores, los inversores no asumen propiamente el riesgo total de la inversión realizada, toda vez que es el intermediario el que ofrece, por mandato legal generalmente, garantías y su propia solvencia para dar seguridad a la inversión realizada.

II. PRINCIPALES PRINCIPIOS EN LOS QUE SE ASIENTA LA REGULACIÓN DEL MERCADO DE VALORES

Los principios que inspiran el desarrollo y regulación del Mercado de Valores son numerosos, pero para efectos del presente trabajo consideramos necesario detenernos por algunos instantes en el estudio de los que a nuestro parecer son los dos principios fundamentales que enmarcan el desarrollo de las actividades dentro del Mercado de Valores.

a.- El Principio de Protección al Inversionista.- Como ha sido señalado, el Mercado de Valores es aquel espacio donde los agentes económicos intercambian valores representativos de activos financieros o promesas de dinero futuro. Dicho intercambio origina transacciones y negociaciones complejas que por la celeridad propia del mercado en el que se producen son sustancialmente diferentes a las de cualquier otro tipo de mercado.

En tal sentido, resulta claro que la complejidad del tipo de transacciones que se realizan en éste deban contar necesariamente con especialistas en la materia, ya sea por el desinterés o desconocimiento de los inversores de la operatividad del Mercado de Valores, o por la especialidad que se requiere en el mercado.

La realidad del mercado establece al inversionista como el eje entorno al cual gira la dinámica del Mercado de Valores, siendo por ello indispensable establecer un marco apropiado para evitar que se le perjudique y tratar de dotarlo con las seguridades necesarias para su actuación. La necesidad de dotar de protección al inversionista es fundamental a fin de otorgarle las mejores garantías en su desempeño dentro del mercado.

Dentro de tal contexto, es que surge el Principio de Protección al Inversionista, que a nuestro entender, tiene como fundamento que el inversionista reciba la información oportuna y adecuada, toda vez que no participa de forma directa en la negociación dentro del Mercado de Valores.

El otro aspecto a resaltar del Principio de Protección del Inversionista se encuentra en la necesidad de establecer reglas de actuación claras y eficientes para la actuación de los intermediarios en el mercado, como para el resto de intervinientes en él, a fin de

dotar a los inversionistas con mecanismos de protección eficaces frente a actuaciones fraudulentas o desleales de los emisores o intermediarios.

b.- El Principio de Transparencia.- El Principio de Transparencia guarda una estrecha congruencia con el Principio de Protección al Inversionista y es, a nuestro entender, el principio fundamental del desarrollo del Mercado de Valores.

El Principio de Transparencia es aquel principio por el cual se busca otorgar a los inversionistas información veraz, suficiente y oportuna respecto de los agentes del mercado y de los valores que se pudiesen estar negociando en él.⁷ Este principio se encuentra dividido en dos segmentos: la Transparencia en la Información y la Transparencia en las Operaciones.

La primera se encuentra referida a toda aquella información que debe ser proporcionada por las empresas emisoras de valores, ya sea sobre éstos o sobre el propio desarrollo de la empresa. Mientras que la transparencia en las operaciones busca básicamente la correcta formación de los precios de los valores evitando el desorden en las propuestas y órdenes que se pudiesen verter al mercado, la sobreposición de éstas y, en general, todo aquello que pudiese perjudicar una decisión racional por parte del inversor.

Como colofón a todo lo señalado en esta parte, sólo cabría resaltar nuevamente que dichos principios del Mercado de Valores tienen como objeto fundamental la protección del interés del inversionista principalmente en dos aspectos: el primero, dotándolo de información para invertir eficientemente y, el segundo, protegiéndolo de aquellas prácticas fraudulentas de los agentes del mercado dada su intervención indirecta en el Mercado de Valores.

En lo que sigue del presente trabajo, nuestro análisis pretenderá, siempre sobre la base de los principios antes expuestos, centrarse en la importante relación de los intermediarios bursátiles con los inversionistas y rescatar la vigencia del contrato de comisión mercantil en dicha relación.

III. INTERMEDIACIÓN FINANCIERA E INTERMEDIARIOS

La complejidad, celeridad y variedad de las transacciones que se realizan en el Mercado de Valores

⁷ Para mayor abundamiento sobre el tema recomendamos leer un artículo conjunto del autor con el Dr. Manuel Ugarte Maggiolo. En: THĒMIS-Revista de Derecho. número 35, 1997. Segunda Época.

hacen que resulte imprescindible la intervención de terceros, a quienes se les denomina intermediarios, dentro de la negociación de los valores mobiliarios⁸.

La problemática económica y financiera que encierra cada una de las operaciones que se realizan en el Mercado de Valores justifica, de una forma u otra, la intervención en las transacciones de agentes que cuenten con información superior a la del inversionista común, y con un mayor grado de conocimiento respecto del mercado en el cual se desenvuelven las operaciones mercantiles.

Luego de evaluada la necesidad de la intermediación en el Mercado de Valores, intentemos esbozar un concepto de intermediación.

La intermediación financiera de forma lata puede definirse como el sistema conformado por mecanismos e instituciones que permiten canalizar los recursos superávitarios hacia agentes económicos deficitarios⁹. Asimismo, de una manera más sencilla y sucinta, la intermediación puede ser definida como la realización constante de operaciones en el mercado, por cuenta y en interés de un tercero.

La visión clásica de la intermediación, consistía en lograr vincular a los tenedores de fondos con los solicitantes de éstos, labor que se realizaba básicamente a través del Mercado de Capitales y de los bancos. En la actualidad los agentes que intervienen en la intermediación financiera han aumentado y es imposible entender la intermediación financiera sin tomar en cuenta a los *dealers*¹⁰, a los inversionistas institucionales, a las compañías de seguros y los fondos de inversión¹¹.

Sin embargo, resulta pertinente precisar que no existe una sola forma de intermediación. La intermediación en el Mercado de Valores es denominada intermediación directa o desintermediación y se diferencia, por ejemplo, de la intermediación en el Mercado de Crédito básicamente en dos aspectos. El primer aspecto hace referencia a que en el Mercado de Valores es

el inversionista quien asume de forma directa los riesgos de la inversión que realiza. Por el contrario, en el Mercado de Crédito es el intermediario quien asume el riesgo de la inversión que se realiza, el cual se ve reflejado fundamentalmente en la eventualidad de la insolvencia del tomador del crédito.

El segundo aspecto de distinción en el concepto de intermediación en estos dos mercados tiene que ver con el criterio bajo el cual se encuentran regulados. El Mercado de Crédito se encuentra regulado fundamentalmente en función de la solidez y seguridad que deben dar los intermediarios en el mercado, mientras que la regulación del Mercado de Valores busca otorgar la mayor información a los inversionistas en función a la transparencia que debe imperar en dicho mercado.

A diferencia del Mercado de Crédito, el Mercado de Valores exige un análisis con conocimiento de causa respecto de la solvencia del emisor, cosa innecesaria en el Mercado de Crédito, ya que en éste, como se señaló, la solvencia de los intermediarios se halla asegurada en buena parte por las exigencias normativas y por la garantía parcial de la Administración¹².

El Decreto Legislativo 861, Ley del Mercado de Valores, define la intermediación en su artículo 6 cuyo texto es el siguiente: "Se considera intermediación en el mercado de valores mobiliarios la realización habitual por cuenta ajena, de operaciones de compra, venta, colocación, distribución, corretaje, comisión o negociación de valores.

Asimismo, se considera intermediación las adquisiciones de valores que se efectúen por cuenta propia de manera habitual con el fin de colocarlos ulteriormente en el público y percibir un diferencial de precio".

Como se puede apreciar, la definición recogida a nivel legislativo concuerda con lo previamente señalado, con la salvedad de lo establecido en la última parte del artículo antes citado que hace referencia a lo que se conoce como *underwriting*¹³.

⁸ El artículo 3 de la Ley del Mercado de Valores define a los valores mobiliarios regulados por dicha ley con el siguiente texto: "Artículo 3.- Son valores mobiliarios aquellos emitidos en forma masiva y libremente negociables que confieren a sus titulares derechos crediticios, dominiales o patrimoniales, o los de participación en el capital, el patrimonio o las utilidades del emisor. Para los efectos de esta ley, las negociaciones de derechos e índices referidos a valores mobiliarios se equiparan a tales valores. Cualquier limitación a la libre transmisibilidad de los valores mobiliarios contenida en el estatuto o en el contrato de emisión respectivo, carece de efectos jurídicos."

⁹ LÓPEZ-ALIAGA Rafael y SOUZA DEBARBIERI Lorenzo. Op. Cit. p.110.

¹⁰ En términos sencillos la función que cumplen los *dealers* en los mercados de valores anglo-sajones puede ser asimilada a algunas de las funciones que cumplen los agentes de intermediación en el mercado de valores local.

¹¹ STEINHERR, Alfred. "Derivatives The Wild Beast of Finance." John Wiley & Sons Ed. Chichester, England. 1998. p.38

¹² FÉRNANDEZ-ARMESTO, Juan y Luis de Carlos BERTÁN. Op Cit. p.43.

¹³ El *underwriting* consiste en la suscripción de valores de nueva emisión con la finalidad de posteriormente colocarlos en el mercado para su negociación.

Los intermediarios del Mercado de Valores, por su parte, pueden ser definidos como aquellas personas encargadas de negociar los valores mobiliarios en el mercado, generalmente por cuenta e interés de un tercero.

Como se ha indicado previamente, la complejidad que encierra la negociación en el Mercado de Valores determina la necesaria intervención de intermediarios, cuya principal función consiste en conectar a aquellos detentadores de excedentes con aquellos agentes que procuran dinero para financiar un proyecto determinado. Siendo esto así, resulta claro que la actividad de intermediación tiene que encontrarse reservada para aquellos comerciantes mercantiles de mayor experiencia, conocimiento y profesionalidad a fin de proyectar al mercado la imagen de seguridad y garantía con la que requieren contar frente a sus inversionistas.

La razón de esta carga es evidente. La función que cumplen los Mercados de Valores en la macroeconomía exige que los intermediarios en él cuenten no sólo con experiencia y conocimientos de la labor que realizan sino que su accionar dentro de éste resulte coherente con los principios de lealtad, buena fe y honorabilidad durante el desempeño de sus funciones.

La necesidad de dotar de seguridad al mercado se origina en la confianza que debe brindar el Mercado de Valores para los inversionistas, situación que obliga a la legislación de la materia a establecer y determinar los límites para la intermediación, así como sus condiciones.

Desde el punto de vista del inversionista, la intervención de un intermediario se considera como una especie de garantía de la calidad de los valores y de las inversiones en general que se le ofrecen, puesto que las tareas estrictamente técnicas referentes a la colocación de los valores se basan, necesariamente, en la relación de naturaleza fiduciaria¹⁴ que liga al intermediario con su clientela¹⁵.

En otros términos, en la relación intermediario-inversionista aparece como dato determinante no sólo la eventual inexperiencia o la necesidad de información del inversor, sino que tal relación se basa sobre todo en la confianza, en las cualidades profesio-

nales de los intermediarios especializados, quienes a estos efectos asumen el papel de cuasi-garantes de las informaciones transmitidas.¹⁶

En los Estados Unidos de América los intermediarios desarrollan sus actividades en el mercado con un *standard* de diligencia muy alto por la naturaleza de la función que cumplen. Por tal razón se establece que los intermediarios están bajo la carga de investigar, y el no hacerlo conlleva para ellos una responsabilidad. Los intermediarios no pueden deliberadamente ignorar aquello a lo cual están obligados a conocer, ni tampoco pueden verter comentarios temerarios respecto de aquellas materias que les son ajenas.¹⁷

Lo antes dicho sólo corrobora que la labor de intermediación no se puede restringir meramente a la simple "intermediación", el cumplir dicha función conlleva cumplir con una serie de prescripciones, por el delicado rol que cumple en el Mercado de Valores. Resulta claro que el inversor que recurre al Mercado de Valores busca en éste una rentabilidad óptima para su inversión. Es claro por consecuencia, que el inversor condicione su inversión a que se cumplan determinadas condiciones esenciales para que la rentabilidad esperada pueda ser lograda.

Dentro de estas condiciones, dos nos resultan particularmente esenciales para lograr dicho objetivo. En primer lugar, es indispensable que exista una rápida vía para lograr liquidez con la inversión realizada; y en segundo lugar que la inversión efectuada sea lo suficientemente segura para que la decisión del inversionista de seguir invirtiendo en el Mercado de Valores no varíe.

La seguridad de la inversión no sólo se plasma en la transparencia respecto de los emisores y de los propios títulos que se negocien, sino también en la seguridad que ofrezcan los agentes de intermediación que son los que en buena cuenta manejan las inversiones al interior del mercado.

En ese sentido se orientan las normas que regulan la actividad de los agentes de intermediación en las distintas legislaciones. Así por ejemplo, la Ley del Mercado de Valores nacional regula en su artículo 167 a los Agentes de Intermediación, definiéndolos

¹⁴ La relación de naturaleza fiduciaria a que hace mención el autor tiene que ver con el nivel de garantía con el que debe desempeñar sus funciones el intermediario, nivel de compromiso y garantía que hace asemejar su función a la que desarrolla el fiduciario con el patrimonio fideicometido bajo su encargo.

¹⁵ VALENZUELA GARACH, Fernando. "La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores. Estudio de Derecho Mercantil." Civitas: Madrid. Primera Edición 1993. p.256-257.

¹⁶ VALENZUELA GARACH, Fernando. Op Cit. p.257

¹⁷ JENNINGS, Richard y Harold MARSH. "Securities Regulations. Cases and Materials" 6th Edition. University Casebook Series: 1990. p.629.

como aquellas sociedades anónimas que, como sociedades agentes o sociedades intermediarias, se dedican a la intermediación de valores en el mercado; señalando seguidamente que acarrea responsabilidad penal el desempeño de actividades propias de los Agentes de Intermediación sin contar con autorización para ello, conforme al artículo 246 del Código Penal.

Como quiera que la labor a realizar por los intermediarios es una por cuenta e interés de terceros, el artículo 171 de la Ley del Mercado de Valores establece que: "Los Agentes de Intermediación están obligados a realizar sus actividades con diligencia, libertad e imparcialidad, otorgando prioridad absoluta al interés de su comitente. Si existiese conflicto de intereses entre sus comitentes, el agente de intermediación debe mantener neutralidad".

Dada la naturaleza de la función intermediaria que asumen los Agentes de Intermediación, éstos se encuentran sujetos a una serie de disposiciones destinadas a garantizar la imparcialidad en su actuación, así como su lealtad y diligencia frente a los inversionistas que han depositado en ellos su confianza respecto de la inversión que pretenden realizar. Es importante tener en consideración que los límites legales establecidos legislativamente para la actuación de los Agentes de Intermediación, no sólo se establecen en respaldo de los inversionistas sino también constituyen una garantía para la dinámica de todo el Mercado de Valores¹⁸.

Los principios de lealtad, diligencia e imparcialidad, a los que nos hemos referido precedentemente, que regulan la actuación de los Agentes de Intermediación no son principios cuyo origen sea reciente. Dichos principios se remontan a los usos del comercio, los cuales con el correr de los años han logrado ser recogidos en los textos normativos tanto mercantiles como bursátiles. Desde antiguo, los principios de lealtad, diligencia e imparcialidad han encontrado fundamento en la confianza que deposita la colectividad en la delicada función que cumplen los intermediarios en el mercado.

En este orden de ideas, es preciso señalar que la propia Exposición de Motivos del Código de Comercio del

Perú de 1902 señalaba, respecto de los Agentes Mediadores de Comercio, que: "considerados los agentes como funcionarios de la fe pública, el nuevo Código los somete a una serie de ordenamientos encaminados a inspirar confianza, tanto por pericia y moralidad, como por su arraigo, prescribiéndoles los deberes que deben cumplir y la responsabilidad a que por su infracción quedan sujetos."

Los principios de actuación de los intermediarios en el mercado no es una creación nacional. Por el contrario, la legislación de numerosos países ha recogido dichos principios de manera clara. Así por ejemplo, la Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores española de 1988 señala que las normas de actuación de los intermediarios contenidas en ésta se encuentran "inspiradas en las recomendaciones y propuestas y directivas de la Comunidad Económica Europea y (están) encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores sobre los de las entidades autorizadas a operar en el Mercado de Valores y a velar por la transparencia del mercado"¹⁹. Como se puede apreciar es la misma línea en la cual se orienta el artículo 171 de nuestra Ley del Mercado de Valores.

Es claro que la labor que cumplen los intermediarios es delicada y a su vez de vital importancia para el funcionamiento del mercado. Por ello, no sólo se les asigna una carga en su accionar dentro de los parámetros de la diligencia y lealtad, sino que también se les obliga a un nivel de profesionalidad adecuado como una garantía adicional a su desempeño.

A pesar del transcurso del tiempo, estos principios se han mantenido incólumes, toda vez que constituyen principios fundamentales de la actuación de todo intermediario mercantil.

Fernando Zunzunegui, refiriéndose a este tema desde la perspectiva española, ha señalado que el listón de diligencia que se puede y debe exigir a una entidad de crédito o de valores es especialmente alto, pues al estar limitado por ley el acceso a la actividad a los profesionales con experiencia, todo tercero que contrate con ellas puede asumir no sólo que la intermediación se realizará con la diligencia de un profesional ordenado, sino también que se le asesorará con conocimiento de causa y sano juicio²⁰.

¹⁸ Para desempeñarse como Agente de Intermediación se requiere pasar por un procedimiento de control previo que determina el ingreso de cualquier agente económico al mercado para desempeñarse como intermediario. El procedimiento comprende dos etapas: a.- La etapa de Autorización de Organización y b.- La etapa de Autorización de Funcionamiento. Dichas autorizaciones deben ser expedidas por la CONASEV toda vez que, de conformidad con lo previsto por el artículo 168 de la Ley del Mercado de Valores, los Agentes de Intermediación se encuentran sujetos al control y supervisión de esta entidad.

¹⁹ CACHÓN BLANCO, José Enrique. "Derecho del Mercado de Valores". Tomo I. Dykinson: Madrid. 1992. p.552-553.

²⁰ ZUNZUNEGUI, Fernando. "Derecho del Mercado Financiero". Marcial Pons: Madrid 1997.

El artículo 49 de la Ley del Mercado de Valores de España consagra el principio de que toda persona o entidad que actúa en un Mercado de Valores, tanto recibiendo o ejecutando órdenes como asesorando sobre inversiones en valores, deberá dar absoluta prioridad al interés de su cliente, lo que supone la concreción en el Mercado de Valores de la obligación de todo comisionista de dar prioridad a los intereses del comitente. El citado artículo precisa, además, que cuando exista conflicto de intereses entre distintos clientes no debe privilegiarse ninguno de ellos, recogiendo así el denominado principio de paridad en el accionar de un determinado intermediario mercantil²¹.

En dicho espíritu no sólo se encuentra orientada la Ley del Mercado de Valores, sino también el Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado por Resolución Conasev N-843-97/94.10, el mismo que en su exposición de motivos recoge el siguiente texto: "La regulación de las actividades efectuadas por los intermediarios tienen por objeto asegurar que los participantes del mercado de valores en general, y los inversionistas en particular, serán tratados con equidad y además, que tengan confianza en que los agentes de intermediación y las personas que los representen, sean eficientes, honestos y solventes"

Los intermediarios son mediadores del comercio que se dedican fundamentalmente a transar valores mobiliarios en uno o más mecanismos centralizados, así como valores que no se encuentren inscritos en bolsa alguna. En función a ello, es que en nuestra legislación el artículo 173 de la Ley del Mercado de Valores ha reafirmado este hecho, al señalar que: "Las relaciones entre los agentes de intermediación y sus comitentes se rigen por las reglas de la comisión mercantil y por la presente ley".

Previamente a entrar al análisis del Contrato de Comisión Mercantil y sus vinculaciones con la labor que realizan los intermediarios bursátiles, es necesario tener en consideración que la orden cursada por un cliente a una sociedad agente de Bolsa configura un mandato mercantil. Como lo señala José Enrique Cachón Blanco, "en cuanto a su naturaleza jurídica, la orden de Bolsa o del Mercado de Valores, que se perfecciona por el consentimiento del intermediario, el cual no es plenamente libre, sino condicionado por

la obligación de los miembros de mercados secundarios oficiales de ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que reciban de los mismos(...)"²².

IV. EL CONTRATO DE COMISIÓN MERCANTIL

a.- **Definición.**- Pareciera que la celeridad y complejidad que encierran las transacciones en el Mercado de Valores tuviesen que estar sustentadas en figuras modernas que permitiesen a la partes involucradas en la transacción la versatilidad requerida para llevarlas a cabo. Ello si bien resulta cierto en algunos aspectos, como por ejemplo en la desmaterialización de los valores mobiliarios, las anotaciones en cuenta de las transacciones realizadas, etc.; no resulta siendo cierto para los supuestos que rigen la relación inversionista y agente intermediario, la misma que se encuentra regida por el Contrato de Comisión Mercantil cuya vigencia se ha mantenido incólume con el paso del tiempo y resulta altamente positiva para regular estos supuestos específicos de mediación mercantil.

El Contrato de Comisión Mercantil es conocido en el Mercado de Valores como Contrato de Comisión Bursátil, y es definido como el mandato por el cual una persona encarga a un miembro del mercado la realización por cuenta suya de una compra o venta de valores cotizados en bolsa.

Desde la perspectiva del Derecho privado, la comisión bursátil es un mandato mercantil que tiene por objeto una operación de comercio, la operación de mercado, y en el que el comisionista, el miembro del mercado, es un comerciante²³.

Para el profesor Rodrigo Uría "la comisión es sencillamente, el mandato mercantil, es decir, un mandato cualificado por la naturaleza mercantil del acto u operación que constituye su objeto y por la intervención de una comerciante, al menos, en el contrato"²⁴.

Para el profesor Manuel Broseta Pont la comisión mercantil es el contrato por el cual el comisionista, en su condición de empresario mercantil, se obliga a prestar su actividad consistente en realizar un acto o negocio jurídico por cuenta del comitente²⁵.

La comisión, es decir, el mandato aplicado a actos de comercio, es un contrato por el cual una parte encarga

²¹ Ibid. p.402.

²² CACHÓN BLANCO, José Enrique. Op Cit. Tomo II. p. 147-148.

²³ ZUNZUNEGUI, Fernando. Op Cit. p.532.

²⁴ URÍA Rodrigo. "Derecho Mercantil". 24ta Edición. Marcial Pons: Madrid. 1997. p.737

²⁵ BROSETA PONT, Manuel. "Manual de Derecho Mercantil". 6ta Edición. Tecnos. 1986. p.428

a otra la conclusión de uno o más negocios por su cuenta de naturaleza mercantil²⁶.

De lo expuesto, resulta claro que la comisión mercantil es un contrato de mandato que circunscribe su campo de aplicación a aquellos actos y negocios de naturaleza meramente mercantil, siendo por ello necesario que el objeto respecto del cual se pacte la comisión mercantil sea uno de naturaleza mercantil, y que al menos una de las partes que intervengan en este contrato sea un sujeto habitual para establecer relaciones en dicha práctica.

Esbozada una primera definición del Contrato de Comisión Mercantil, en lo que sigue del presente trabajo intentaremos desarrollar la función que cumple dicho contrato en las relaciones entre los intermediarios bursátiles y sus clientes.

b.- Contrato de Comisión Mercantil y Agentes de Intermediación.- Como ya se indicó anteriormente, en nuestra legislación el artículo 173 de la Ley del Mercado de Valores ha establecido que las relaciones entre intermediarios y clientes se rijan por las normas que regulan la Comisión Mercantil.

El Contrato de Comisión Mercantil se encuentra regulado por los artículos 237 a 274 del Código de Comercio, siendo por ello incuestionable su aplicación a las relaciones jurídicas que se desarrollan entre comitentes y agentes de intermediación.

Los Agentes de Intermediación son divididos por la Ley del Mercado de Valores en Sociedades Agentes de Bolsa -intermediarios bursátiles- y Sociedades Intermediarias. Las Sociedades Agentes de Bolsa si bien tienen como función fundamental intermediar en el Mercado de Valores, no es la única función para la que se encuentran facultadas. El artículo 194 de la Ley del Mercado de Valores establece que las Sociedades Agentes de Bolsa pueden efectuar las siguientes operaciones:

1. Comprar y vender valores por cuenta de terceros y también por cuenta propia en los mecanismos centralizados o fuera de ellos.
2. Prestar asesoría en materia de valores y operaciones de bolsa, así como brindar a sus clientes un sistema de información o de procesamiento de datos.

3. Colocar en el mercado nacional o internacional, valores con o sin garantía total o parcial de su colocación, dentro de los planes y con sujeción a la condiciones pactadas.
4. Colocar en el país valores emitidos en el extranjero.
5. Suscribir transitoriamente parte o la totalidad de emisiones primarias de valores, así como adquirir transitoriamente valores para su posterior colocación en el público.
6. Promover el lanzamiento de valores públicos y privados y facilitar su colocación, pudiendo estabilizar temporalmente sus precios o favorecer las condiciones de liquidez de tales valores, siempre que medie acuerdo previo con el emisor u ofertante y sujeto a las disposiciones que dicte Conasev.
7. Actuar como representante de los obligacionistas.
8. Colocar en el mercado las obligaciones que emitan, aplicando los recursos que así obtengan a las actividades que les son propias.
9. Prestar servicios de administración de cartera.
10. Administrar fondos mutuos y fondos de inversión.
11. Brindar servicios de custodia de valores.
12. Llevar el registro contable de los valores de sus comitentes con sujeción a lo establecido en los artículos 212, 219 y 220.
13. Otorgar créditos, con sus propios recursos, únicamente con el objeto de facilitar la adquisición de valores por sus comitentes, estén o no inscritos en bolsa y con garantía de tales valores.
14. Recibir créditos de empresas del sistema financiero para la realización de las actividades que les son propias.
15. Realizar operaciones de compra y venta de moneda extranjera con arreglo a las regulaciones cambiarias, siempre que ésta no se constituya en su actividad fundamental.
16. Realizar operaciones en el mercado internacional con instrumentos de deuda pública externa del país por cuenta propia o de sus comitentes.

²⁶ VÁZQUEZ DEL MERCADO, Óscar. "Contratos Mercantiles". Editorial Porrúa S.A., México 1994. Quinta Edición. p.166

17. Realizar préstamos de valores y operaciones de reporte con arreglo a las disposiciones de carácter general que dicte CONASEV.
18. Actuar como fiduciario.
19. Realizar operaciones de futuros, opciones y demás derivados, con arreglo a las disposiciones de carácter general que dicte CONASEV.
20. Efectuar todas las demás operaciones y servicios que sean compatibles con la actividad de intermediación en el Mercado de Valores y que previamente y de manera general autorice CONASEV.

Como se puede apreciar, y de acuerdo con lo previsto en el artículo antes referido, existe un abanico de posibilidades para la actuación de las Sociedades Agentes de Bolsa. Sin embargo, por razones de extensión del presente trabajo, y por el tema escogido para el desarrollo del mismo, hemos visto conveniente circunscribir el análisis de las relaciones cliente - intermediario al literal a) del artículo 194, por cuanto consideramos que en tal supuesto es que el Contrato de Comisión Mercantil se desarrolla con mayor profusión.

El literal a) recoge dos proposiciones distintas. En primer lugar, señala la función de intermediación que cumple la Sociedad Agente de Bolsa con sus clientes. Y en segundo lugar establece que la Sociedad Agente de Bolsa se encuentra facultada para comprar y vender valores por cuenta propia, ya sea en rueda de bolsa o fuera de ella.

Es dentro del segundo supuesto expuesto, donde los deberes de lealtad, diligencia y probidad cumplen el rol que les asignan tanto la Ley del Mercado de Valores como el propio Código de Comercio. Como se ha señalado en extenso previamente, los Agentes de Intermediación tienen la obligación de dar prioridad absoluta a los intereses de sus comitentes sobre los propios.

Por ello, parece obvio que en cualquier operación en la que intervenga una Sociedad Agente de Bolsa debe preferir siempre el interés de su comitente, máxime si existe una disposición expresa que lo obliga a comportarse en ese sentido. Sin embargo, ello no resulta del todo claro cuando el intermediario toma una posición contraria frente a una orden de su comitente.

Para salvar el inconveniente de un posible conflicto de intereses que se puede presentar en la hipótesis antes señalada, el Código de Comercio establece en su artículo 261 que "ningún comisionista comprará para sí ni para otro, lo que se le haya mandado vender, ni venderá lo que se le haya encargado comprar, sin licencia del comitente".

Lo señalado previamente resulta aplicable a las Sociedades Agentes de Bolsa que ejecutan órdenes de sus clientes. Siendo por ello que, salvo que cuenten con la expresa autorización del cliente, una Sociedad Agente de Bolsa que recibe una orden para vender determinados valores no puede comprarlos para sí. De igual forma, cuando una Sociedad Agente de Bolsa recibe una orden para comprar determinados valores, no podrá atenderla con cargo a los valores de su propia cartera, al menos que cuente con autorización previa para ello.

El artículo 70 del Reglamento de Agentes de Intermediación establece en su último párrafo que en cada caso, cuando el agente negocie valores de su cuenta con sus clientes deberá informarles dejando constancia expresa en la póliza respectiva que los valores transados provienen de la cuenta propia del agente.

No obstante que de la lectura de la citada norma pudiera interpretarse que dicha información al cliente puede efectuarse con posterioridad a la realización de la operación, creemos que dicha interpretación no cabe con relación a lo previamente señalado tanto por la Ley del Mercado de Valores como por el Código de Comercio.

Como se sabe la Constitución de 1993 establece que corresponde al Presidente de la República "ejercer la potestad de reglamentar las leyes sin transgredirlas ni desnaturalizarlas; y dentro de tales límites, dictar decretos y resoluciones"²⁷. Esta potestad del Presidente de la República es extensible a las entidades de la Administración Pública debidamente facultadas por la ley para expedir reglamentos en materias de su competencia.

Esta potestad es un poder derivado y como tal está subordinado en su ejercicio a la ley. Si bien es cierto el Reglamento de Agentes de Intermediación ha sido emitido por la Comisión Nacional de Supervisión de Empresas y Valores en uso de las atribuciones conferidas expresamente por la Ley del Mercado de Valo-

²⁷ Inciso 8 del artículo 118 de la Constitución Política del Perú de 1993.

res, dicho reglamento debe sujetarse en sus aspectos sustanciales a los límites establecidos por ley.

En consecuencia, la única interpretación posible que puede atribuirse al artículo 70 es la de considerar que dicha información es un imperativo formal *a posteriori*, pero que de ninguna forma habilita a una Sociedad Agente de Bolsa para tomar una posición contraria de *motu proprio* en una operación sin previa autorización expresa del comitente respecto del cual se tiene el deber de informar.

c.- Prohibición de la Autoentrada y la Autocontratación.- Lo que regula el Código de Comercio en torno a la imposibilidad que un comisionista tome un posición contraria respecto a una orden de su comitente es lo que la doctrina denomina prohibición de la autoentrada.

La prohibición de la autoentrada en el Contrato de Comisión Mercantil encuentra sustento en los elementales deberes de lealtad e independencia del comisionista en su actuación como representante de su comitente.

Es claro que si existe la obligación legal por parte del comisionista de dar prioridad absoluta al interés de su cliente, el comisionista debe evitar toda situación que pueda configurar un conflicto de intereses, más aún respecto de aquellas situaciones que se pudiesen generar al actuar como contraparte.

Así lo han señalado diversos autores, como por ejemplo el profesor Rodrigo Uría, quien refiriéndose a la legislación española señala que "si encargado el comisionista de realizar una determinada operación comercial pudiese cumplir el encargo interviniendo en la operación como parte contraria de su propio comitente, correría éste el grave riesgo de que el comisionista antepusiese en la operación sus propios intereses a los de aquél"²⁸.

En igual sentido, se pronuncia Sánchez-Calero quien señala que el Código de Comercio español, ante el peligro que entraña que el comisionista anteponga el interés personal al de su comitente, adopta una postura de desconfianza ante la autoentrada con relación a la comisión de compra y venta, ya que prohíbe al comisionista, salvo que tenga licencia de su comitente, que compre para sí ni para otro lo que se le haya mandado vender, ni venderá lo que se le haya encargado comprar²⁹.

Una conclusión obvia de lo expuesto no puede ser otra que si bien el inciso a) del artículo 194 de la Ley del Mercado de Valores permite comprar por cuenta propia al comisionista, ello no implica una carta blanca que autorice a éste para comprar por cuenta propia los valores que se le ordene vender y viceversa. Contrariar dicho precepto, sin contar con el previo consentimiento del comitente, constituiría ciertamente desarrollar una conducta prohibida por el ordenamiento nacional y que es proscrita actualmente por la más entendida doctrina en la materia.

Nótese sin embargo la estrecha vinculación que guarda el análisis y desarrollo de dicho precepto y lo dispuesto por el artículo 176 de la Ley del Mercado de Valores,

"Artículo 176.- Los Agentes de Intermediación están obligados a ejecutar por cuenta de sus clientes las órdenes que de ellos reciban para la negociación de valores"

No obstante, lo dispuesto en el primer párrafo, los Agentes de Intermediación pueden subordinar el cumplimiento de la orden únicamente en los siguientes casos y siempre que el comitente tenga previo conocimiento de ello:

- a. Cuando se trate de operaciones al contado, a que el comitente acredite la titularidad de los valores o haga entrega de los mismos o de los fondos, según se hubiere ordenado vender o comprar respectivamente; y,
- b. Cuando se trate de operaciones a plazo, a que el comitente aporte las garantías o cobertura mínima que establezca CONASEV y, en su caso, la bolsa o la entidad responsable de la conducción del mecanismo centralizado.

Los agentes de intermediación deberán abstenerse de ejecutar las órdenes de sus comitentes cuando tengan conocimiento de que se formulan con el objeto de promover falsas condiciones de oferta o demanda, promover oscilaciones artificiales en los precios o que se trate de operaciones simuladas, comunicando tales hechos, dentro del día siguiente, a CONASEV y a la bolsa o entidad responsable del mecanismo centralizado."

Una vez establecida la relación cliente-intermediario, éste tiene la obligación de ejecutar la orden que el comitente le haya dado en el mercado, pudiendo

²⁸ URÍA, Rodrigo. "Derecho Mercantil". 24ta Edición. Marcial Pons: Madrid. 1997. p.741.

²⁹ SÁNCHEZ-CALERO, Fernando. "Instituciones del Derecho Mercantil". 18va edición. Tomo II. Derechos Reunidas. p.147.

abstenerse de hacerlo únicamente en los supuestos señalados previamente. En función a ello, podría válidamente sostenerse que en el supuesto que se le ordene comprar o vender un valor a un comisionista éste tendrá que cumplir necesariamente con dicha obligación, aun cuando para cumplir con lo previsto por el mandato de la norma deba recurrir a los valores de su propiedad o a sus recursos.

Ello, en principio resultaría acorde con lo señalado en el artículo 176. Sin embargo, en la eventualidad que dicho acontecimiento se presente se contrapondría con los supuestos establecidos tanto en el artículo 171 como en la regulación de la autoentrada consagrada en el Código del Comercio del Perú.

Planteado dicho supuesto es claro que en función de la lógica del Mercado de Valores y el deber de protección que consagran las normas que lo regulan, resulta evidente que dicho supuesto sólo podría aplicarse en los casos en los que se cuente con autorización previa del comitente, toda vez que establecer lo contrario podría permitir que bajo el amparo de dicha disposición se permita la violación de los intereses de los agentes principales del Mercado de Valores, vale decir, los inversionistas.

Sin embargo, esta posición no puede comprender todos los supuestos en que se emplee el Contrato de Comisión Mercantil, por cuanto resulta claro que en determinados supuestos la prohibición de la autoentrada puede resultar ineficiente para el desarrollo del tráfico jurídico-comercial.

La autoentrada, como se ha señalado, busca evitar la aversión al riesgo respecto del comitente en la gestión a realizar por el comisionista, cuando éste tiene la posibilidad de cumplir con sus recursos la gestión encomendada. Sin embargo, tal riesgo puede resultar absolutamente irrisorio en determinados supuestos, haciendo en ellos ineficiente mantener la prohibición de la autoentrada.

Debido a ello, esta prohibición resulta excesiva en la generalidad de sus términos, porque el peligro que tiende a descartar no existe cuando la Comisión Mercantil de compraventa, por ejemplo, se refiere a títulos o mercancías que tienen una cotización oficial en el mercado³⁰.

En resumen, el prohibir la autoentrada contraponen dos situaciones jurídicas distintas, por un lado la seguridad en la contratación vía intermediarios, y, por el otro, la celeridad de la contratación por dicha vía.

La autoentrada o autocontratación, a la que hemos hecho mención previamente, se produce cuando en cualquier tipo de contrato, interviene una sola persona actuando, por una parte, en su propio nombre y, por otra, en nombre de un tercero³¹. La autocontratación o autoentrada, ahora proscrita por el Código de Comercio, tiene su origen en los inicios de la práctica mercantil; específicamente sus orígenes se remontan a la comercialización de productos llevada a cabo por los antiguos mercaderes de las primeras ciudades italianas y alemanas.

La formulación de contratos en los que una sola persona congregue dos o más voluntades de las partes del mismo ha generado mucha controversia, especialmente respecto a la validez o existencia de este tipo de "contratos"³². Sin embargo, la doctrina moderna de forma prácticamente unánime ha consentido favorablemente respecto de dar validez a la vigencia de este tipo *sui generis* de contratación.

No obstante ello, un tema central, que aún es materia de discusión y debate tanto a nivel doctrinal como legislativo, es aquel vinculado a la existencia de conflictos de intereses en este tipo de contratación, centrado básicamente en que el representado puede sufrir las consecuencias de que el representante prefiera su interés al de su mandante³³. Siendo éste el punto central de discusión respecto del autocontrato, diversos ordenamientos jurídicos han optado por prohibir la autocontratación en algunas circunstancias puntuales en las que el interés de algunas de las partes se vea profundamente comprometido.

Nuestro ordenamiento jurídico a nivel tanto comercial como mercantil ha optado, por el momento, por privilegiar la seguridad del interés respecto de quien se contrata, limitando la posibilidad del comisionista de actuar como contraparte en salvaguarda del interés del comitente. Sin embargo, flexibiliza la rigurosidad de tal prohibición en supuestos en los cuales se presente la previa aprobación del comitente para que el comisionista pueda efectuar la contratación.

³⁰ GARRIGUES Joaquín. "Curso de Derecho Mercantil". Porrúa: México. 1993. p.113.

³¹ DIEZ-PICAZO Luis. "Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Introducción a la Teoría del Contrato". Tomo I. Civitas: Madrid. 1996. p.191

³² Sobre el tema recomendamos revisar: SPOTA, Alberto. "Instituciones de Derecho Civil" Volumen II Depalma 1982. STIGLITZ, Rubén. "Contratos Teoría General" Tomo II Depalma 1993. DIEZ-PICAZO, Luis. "Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial. Introducción a la Teoría del Contrato". Tomo I Civitas: Madrid, 1996.

³³ SPOTA, Alberto. "Instituciones de Derecho Civil. Contratos". Volumen II. Depalma: Buenos Aires, 1982. p.43

A nuestro entender, la flexibilización de la prohibición de la autoentrada debe comprender de igual forma la posibilidad de que se permita la autocontratación del comisionista con cargo a la posterior ratificación del acto por parte del comitente. Ello, en razón del carácter anulable de aquellos actos jurídicos configurados bajo el supuesto de la autocontratación, lo cual los hace susceptibles de posterior ratificación.

En la medida que subsisten riesgos de mercado vinculados a la posibilidad de que se produzcan fraudes en la contratación bursátil, consideramos conveniente, en beneficio de la transparencia y fortalecimiento del Mercado de Valores, mantener aún vigente la prohibición de la autoentrada, regulada en el artículo 261 del Código de Comercio.

A MODO DE CONCLUSIÓN

El que un Mercado de Valores logre cumplir el rol para el cual fue creado depende en mucho de que los agentes que lo componen cumplan su papel dentro del marco que establece la ley.

La eventualidad de que se incrementen los riesgos en el mercado no solamente depende de factores exógenos, sino que éstos pueden generarse en el propio mercado. El incremento del riesgo genera aumento de la desconfianza en el mercado, lo que a su vez conlleva a la disminución respecto del número de inversionistas dispuestos a invertir en él.

Los intermediarios cumplen un rol fundamental en el mercado y como agentes económicos racionales están en su legítimo derecho de obtener ganancias con el desempeño de su trabajo. Sin embargo, no pueden desconocer que su negocio envuelve necesariamente el respeto a normas y principios sobre los que se sustenta el Mercado de Valores y específicamente en entender que el inversionista es su "negocio".

La desconfianza respecto de algunos intermediarios en el mercado puede generar un efecto rebote para aquellos intermediarios que sí cumplen su función apropiadamente. El lograr evadir tal riesgo es responsabilidad no sólo de la ley y de los organismos encargados de su supervisión y cumplimiento, es fundamentalmente responsabilidad de los propios intermediarios. Está en sus manos.