

La responsabilidad derivada de las operaciones en el mercado de valores

Reynaldo Antonio Guarniz Izquierdo(*)
Abogado.

1 Introducción.

Aunque parezca difícil de creer, una de las consecuencias más visibles de las crisis bursátiles de los últimos años en el Perú ha sido desnudar una profunda ignorancia respecto de las consecuencias legales de las operaciones realizadas en bolsa.

Los incumplimientos en operaciones al contado, en operaciones de reporte o en las operaciones doble contado plazo que se transaban en la Mesa de Negociación hasta hace unos años, han dado lugar a desorientadas denuncias o reclamos formulados tanto en vía administrativa como judicial y dirigidos contra las más diversas personas de alguna manera involucradas en las operaciones, incluyendo a la Bolsa de Valores de Lima, a Cavali ICLV S.A. y a CONASEV.

El presente artículo pretende abordar un concepto muy básico -que ahora aparece como de necesaria y urgente explicación- de las operaciones en el mercado de valores: la responsabilidad que compete a cada uno de los intervinientes en las mismas.

2 Marco conceptual.

Para explicar adecuadamente las responsabilidades que competen a los participantes en una operación

bursátil, es necesario definir previamente algunos conceptos elementales del mercado de valores que serán de utilidad para el análisis.

El mercado de valores -como cualquier otro mercado- no es un lugar físico en el que se llevan a cabo transacciones sino la concurrencia de ofertantes y demandantes por un mismo bien o servicio. En este caso, el bien transado es el dinero de hoy o, si se prefiere, el servicio transado es el servicio de financiamiento representado en valores mobiliarios⁽¹⁾.

No obstante esta amplia definición del término mercado, en los mercados de valores se han desarrollado sistemas especiales de negociación que pretenden dotar de mayor eficiencia a la realización de transacciones. Tales sistemas se denominan “mercados organizados o mecanismos centralizados de negociación” -término utilizado por la legislación peruana- siendo el más importante de ellos la rueda de bolsa.

La rueda de bolsa es un mecanismo centralizado de negociación necesariamente administrado por una bolsa de valores, en el que se transan valores mobiliarios cuya información está a disposición de cualquier participante del mercado mediante la previa inscripción de los mismos en un registro público⁽²⁾. Este tipo de mecanismo centralizado de negociación

(*) El autor es funcionario de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), especializado en el área de mercado de valores. No obstante, el presente artículo expresa su opinión personal, la misma que no es necesariamente compartida ni compromete la opinión institucional de CONASEV.

(1) Sobre este punto Cfr. PAYET PUCCIO, José Antonio. *El mercado de valores y la protección de los inversionistas*. En: IUS ET VERITAS. Revista editada por estudiantes de la Facultad de Derecho de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Año VI, No. 12. p. 69.

(2) Es necesario precisar que el registro público al que se hace referencia en este punto -y al que se refiere la mayor parte de la legislación del mercado de valores- no es uno de los comprendidos por el Libro IX del Código Civil. En efecto, este registro público no declara derechos ni establece prioridades. El registro al que me refiero se encuentra regulado por el Título II, Capítulo II de la Ley del Mercado de Valores. Su única función es poner a disposición del público toda la información relevante relativa a los valores mobiliarios que son materia de oferta pública, así como de ciertos participantes en el mercado de valores.

corresponde, probablemente, a la idea más presente que tiene el ciudadano común respecto del mercado de valores (existen cotizaciones, la negociación se realiza a través de corredores, etcétera) y es el ámbito en el que suelen realizarse las transacciones más importantes. Sus índices son los que suelen tomarse como pulso de la evolución bursátil y del desempeño de las empresas listadas.

La rueda de bolsa es un mecanismo centralizado de negociación que procura emular los supuestos del modelo económico de competencia perfecta. Por lo tanto, a través de sus reglas pretende la perfecta difusión de toda la información relevante, pretende establecer la igualdad del bien o servicio ofrecido o demandado por todos los participantes, otorgar libertad de acceso y salida del mercado, incentivar a la presencia de un gran número de participantes, imposibilitar que cualquiera de los participantes pueda fijar un precio con prescindencia de la voluntad de los demás, etcétera⁽³⁾.

Además de la rueda de bolsa, pueden existir otros mecanismos centralizados de negociación sujetos a reglas distintas. Tan distintas que estos otros mecanismos centralizados de negociación pueden no ser administrados por una bolsa de valores. En el Perú no existen ejemplos de mecanismos centralizados de negociación de valores mobiliarios que hayan sido administrados por una entidad distinta de la Bolsa de Valores de Lima, sin embargo, esta misma institución ha conducido otros mecanismos distintos de la rueda de bolsa, como la “mesa de negociación” y el “mecanismo de instrumentos de emisión no masiva (MIENM)”.

La mesa de negociación fue creada en 1982 mediante Resolución CONASEV No. 130-82-EF/94.10 con el objeto de transar valores que no se encontraran inscritos para su negociación en la rueda de bolsa. En este mecanismo se negociaron bonos y, principalmente, efectos comerciales (letras de cambio y pagarés). Fue formalmente desactivado en el año 1999 con la aprobación del Reglamento de Operaciones en Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima (aprobado mediante Resolución CONASEV

No. 021-99-EF/94.10) al incluirse los módulos informáticos utilizados para su funcionamiento dentro de la rueda de bolsa.

El mecanismo de instrumentos de emisión no masiva, por su parte, fue creado el 03 de mayo de 2001 mediante Resolución Gerencia General No. 045-2001-EF/94.11, con el objeto de llenar el vacío existente ante la eliminación de la mesa de negociación. Al tratarse de un mecanismo de negociación de instrumentos de emisión no masiva, excluye la posibilidad de negociación de bonos y, por lo tanto, se ha diseñado exclusivamente para la negociación de efectos comerciales. Se supone que, además de esta diferencia, se distingue de la antigua mesa de negociación por cuanto su orientación sería principalmente proporcionar un acceso a las pequeñas y medianas empresas para que den liquidez a ciertos valores en cartera. No queda claro, sin embargo, cuáles son los mecanismos a través de los cuales podría conseguirse tan ambicioso objetivo⁽⁴⁾.

Aun cuando todos estos mecanismos centralizados de negociación son administrados por una bolsa de valores, no todos ellos dan lugar a operaciones bursátiles. Habitualmente se denomina operación bursátil -de manera impropia- a cualquier operación realizada a través de una bolsa de valores. No obstante, esta definición es errónea por cuanto el término operación bursátil sólo debe referirse a las operaciones realizadas en rueda de bolsa. En consecuencia, no son en realidad bursátiles, las transacciones realizadas en la antigua mesa de negociación ni en el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva aun cuando sean éstos mecanismos administrados por una bolsa de valores.

En el presente artículo intento comprender no sólo a las transacciones bursátiles sino a las transacciones realizadas en otros mecanismos centralizados de negociación. En otras palabras, el análisis a efectuarse pretende ser aplicable tanto a la rueda de bolsa como a la antigua mesa de negociación y el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva así como, en general, a cualquier mecanismo centralizado de negociación -de valores mobiliarios, desde luego- en

(3) Sobre los supuestos del modelo de competencia perfecta, puede consultarse KAFKA, Folke. *Teoría económica*. Lima: Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, 1981. 724 p.

(4) De hecho, las normas actuales restringen la negociación a los valores emitidos o avalados por empresas integrantes del índice selectivo de la Bolsa de Valores de Lima. Huelga decir que ninguna de estas empresas es pequeña o mediana para el mercado nacional.

el que se realicen transacciones a través de intermediarios y sujetas a un deber de reserva.

3 Relación inversionista-intermediario.

El artículo 173 de la Ley del Mercado de Valores declara que las relaciones entre los agentes de intermediación y sus comitentes se rigen por las reglas de la comisión mercantil. En mi opinión, esta declaración contiene defectos de forma y de fondo.

En cuanto a la forma, se trata de una proposición redundante pues es evidente que si una sociedad agente de bolsa cuenta con comitentes es porque mantiene con estas personas una relación de comisión mercantil pues sólo en el caso de dicho contrato puede hablarse de comitentes. Es como afirmar que las relaciones entre los compradores y los vendedores se rigen por las normas de la compraventa.

Pero la indicada afirmación también contiene un defecto de fondo, por cuanto no puede sostenerse que las relaciones entre las sociedades agentes de bolsa y sus clientes -esto es, todos sus clientes- se agoten en las normas de la comisión mercantil. Una afirmación de ese tipo significa un error conceptual muy grande, pues los agentes de intermediación tienen muchos tipos de clientes con los que pueden mantener gran cantidad y variedad de relaciones jurídicas distintas, todas las cuales no pueden ser comprendidas y explicadas por el contrato de comisión mercantil.

De acuerdo con el artículo 194 de la Ley del Mercado de Valores, los agentes de intermediación en el mercado de valores también realizan actividades tales como la de prestar asesoría, llevar a cabo operaciones de *underwriting* o, simplemente, comprar y vender moneda extranjera. Es evidente que tales actividades no constituyen comisión mercantil. Por lo tanto, los alcances del artículo 173 de la Ley del Mercado de Valores no pueden extenderse a todas las relaciones entre una sociedad agente de bolsa y sus clientes.

Sin embargo, la comisión mercantil sí aparece como una figura aplicable a la relación entre la sociedad agente de bolsa y el cliente que le ordena la ejecución de una operación en un mecanismo centralizado de negociación, sea éste la “rueda de bolsa”, el “mecanismo de instrumentos de emisión no masiva” o, cuando existía, la “mesa de negociación”.

En efecto, dichos mecanismos comparten como característica la exclusividad para los intermediarios en

la negociación. Esto quiere decir que sólo los intermediarios previamente autorizados pueden realizar transacciones en ellos de manera directa. Por lo tanto, cuando cualquier otra persona desea realizar una transacción en dichos mecanismos centralizados de negociación requiere encargársela a alguno de los intermediarios autorizados para que la efectúe en su interés. A esta función de los intermediarios que consiste en ejecutar operaciones encargadas por terceros es a lo que la doctrina llama corretaje minorista.

Puede observarse, entonces, que las funciones de corretaje minorista llevadas a cabo por los intermediarios generan una relación entre intermediario y cliente que corresponde con definición de un contrato de comisión mercantil: la contratación que realiza una persona denominada comitente con otra persona denominada comisionista para que ésta última realice determinados actos jurídicos -en este caso, la transacción a efectuarse en un mecanismo centralizado de negociación- en interés de la primera.

Es probable que siendo la función de corretaje minorista la más característica de los intermediarios en el mercado de valores, la norma comentada haya incurrido en esta inadecuada generalización respecto de la aplicabilidad de las normas de comisión mercantil. No obstante, es la actividad de corretaje minorista, a la que (debería interpretarse que) alude el artículo 173 de la Ley del Mercado de Valores cuando establece su sujeción a las normas de comisión mercantil.

Ello no impide, desde luego, que otro tipo de relaciones que pudiera tener un agente de intermediación con sus clientes también puedan ser calificadas como una comisión mercantil cuando su naturaleza así lo demande. Lo importante es no llegar al extremo de pretender que todas las posibles relaciones entre una sociedad agente de bolsa y sus clientes corresponden a una comisión mercantil.

Ahora bien, para establecer las responsabilidades que competen a los participantes en una operación de corretaje minorista -habiéndose determinado que en estos casos existe un contrato de comisión mercantil entre el intermediario y el cliente que imparte la ordenes preciso establecer qué clase de comisión mercantil es la que tiene lugar en las operaciones en mecanismos centralizados de negociación. Como se sabe, la comisión mercantil puede contar o no con el elemento de representación, dependiendo de si el comisionista actúa a nombre propio o a nombre del comitente.

Esta representación o la ausencia de la misma, es un factor clave para la asignación de las responsabilidades derivadas de una operación en mecanismos centralizados de negociación. En caso de determinarse que existe representación por parte del intermediario, los terceros con quienes éste celebre actos jurídicos en ejecución de la comisión quedarían directamente relacionados con el comitente que impartió la orden, no existiendo -frente a ellos- responsabilidad alguna del intermediario en el caso de un eventual incumplimiento. En el caso contrario, de determinarse la inexistencia del elemento de representación, sería el intermediario quien se encontraría obligado directamente frente a los terceros con quienes celebrara actos jurídicos en ejecución de la comisión mercantil, sin perjuicio de las acciones que pudieran corresponderle posteriormente frente al comitente, derivadas de las relaciones internas entre ambos.

De acuerdo con lo señalado por el Código de Comercio, el factor determinante de la existencia o inexistencia del elemento de representación es la propia manifestación del comisionista al momento de la celebración del contrato. Es decir, será comisión mercantil con representación aquella en la cual el comisionista declare expresamente que actúa en nombre de otra persona, quedando incluso obligado a revelar la identidad y el domicilio de su comitente (artículo 240 del Código de Comercio). De no producirse esta declaración, la comisión mercantil carece del elemento de representación y, por lo tanto, obliga de modo directo al comisionista (artículo 239 del Código de Comercio).

Esta obligación de revelar la identidad del comitente para que la representación produzca efectos jurídicos, tiene una relación directa con el derecho a contratar consagrado en el artículo 2 inciso 14 de la Constitución Política del Perú. Como se sabe, el derecho constitucional a contratar contiene dos aspectos: la libertad contractual (conocida como el derecho de configuración interna del contrato) y la libertad de contratar (conocida como el derecho de conclusión o celebración del contrato). En virtud de este segundo aspecto -la libertad de contratar- toda persona tiene derecho a celebrar o no un contrato con la contraparte que sea de su elección⁽⁵⁾. La única forma

en que este derecho puede ser ejercido -en el caso de la representación, sea que se de o no en el marco de un contrato de comisión mercantil- es precisamente el previo conocimiento de la persona con la que se establecerá la relación jurídica. Resulta poco razonable que una persona celebre un contrato creyendo encontrarse relacionado con una persona determinada y que, luego, sin su conocimiento ni consentimiento resulte relacionada con otra distinta.

Adicionalmente, analizado el tema desde el punto de vista económico, la decisión de celebrar un contrato obedece normalmente a una multiplicidad de factores entre los que suele estar incluido el conocimiento de la contraparte. Cuando un participante del mercado opta por celebrar un contrato que lo convertirá en acreedor de otro, lo hace en atención a un análisis de la contraparte que le hace suponer que ésta se encuentra en capacidad de cumplir con los términos contractuales. No es indiferente para una persona o empresa cualquiera ser acreedora del banco más importante del mundo que serlo de una empresa o persona en situación de insolvencia. Por lo tanto, no es eficiente ni deseable que se pudiera celebrar un contrato con una persona que, después de concluido el mismo, pudiera liberarse de toda responsabilidad manifestando que la verdadera contraparte es un tercero con quien el acreedor no decidió relacionarse salvo, claro está, que hubiera aceptado anticipadamente tal sustitución.

Esta misma lógica es aplicable en el Derecho Civil, donde se reconoce que en la cesión de créditos -en la que se transmiten derechos- normalmente basta con la comunicación al deudor mientras que en la cesión de posición contractual -en la que se transmiten derechos y obligaciones- se requiere el consentimiento de la contraparte.

Adicionalmente, la calificación de la relación entre el intermediario y su cliente (en las operaciones de corretaje minorista) como una comisión mercantil con representación desvirtuaría la principal función de los mecanismos centralizados de negociación, cual es la disminución de los costos de transacción.

Efectivamente, en su función de disminución de los costos de transacción, los mecanismos centralizados de negociación facilitan el encuentro entre los ofertantes y los demandantes de un mismo bien, uniformizan el bien

(5) Sobre este punto, cfr. DE LA PUENTE Y LAVALLE, Manuel. *El contrato en general*. Tomo I. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú, 1993. p. 263.

negociado, establecen reglas predeterminadas para la determinación de los precios, para el “calce” de las operaciones, etcétera. En este mismo afán de disminución de costos de transacción, los mecanismos centralizados de negociación limitan la posibilidad de intervenir directamente en ellos realizando transacciones exclusivamente a personas previamente autorizadas denominadas intermediarios. Tal exclusividad tiene por objeto disminuir el costo de transacción derivado de la incertidumbre de la contraparte.

En la contratación ordinaria los mayores costos de transacción son, probablemente, los que derivan de la identificación de la potencial contraparte, de la obtención de información acerca de ella, de averiguar si posee los derechos que pretende transmitir, si es buena pagadora -incluso existen centrales de riesgo cuyo único objeto es proveer esta información-, etcétera. Pero una vez identificada la contraparte y confirmado que es poseedora de los derechos que interesan al contratar, otro de los grandes costos de la transacción consiste en la determinación y obtención de las garantías que resguardaran a las partes de potenciales incumplimientos.

Muchas veces, en la contratación cotidiana, los participantes del mercado optan por contratar con contrapartes conocidas, aunque éstas parezcan no ofrecerles las mejores condiciones económicas. En realidad, esta decisión es económicamente racional porque el solo hecho de contratar con una contraparte conocida puede, por ejemplo, disminuir o eliminar la necesidad de garantías compensando el ahorro de dicho costo una aparente desventaja en el precio. Es el sacrificio del beneficio por la seguridad o, si se quiere, es el costo de la incertidumbre. Asumir el costo de la incertidumbre genera un sacrificio económico: mucha gente prefiere mandar a hacer muebles en un gran almacén que hacerlo en un pequeño taller a pesar del mayor costo porque siente mayor seguridad de que el gran almacén cumplirá con los términos pactados.

En los mecanismos centralizados de negociación se ha optado por una estrategia de eliminación de tales costos que consiste precisamente en limitar la participación directa en ellos a determinadas personas -los intermediarios- de cuya solvencia se tiene conocimiento. En efecto, esta limitada cantidad de intermediarios se encuentra sujeta al cumplimiento de normas mínimas de solvencia patrimonial y de liquidez que guardan relación con los riesgos a que se ven

expuestos. De este modo, en teoría, para cualquiera de los participantes en este mercado organizado debería ser indiferente contratar con cualquier posible contraparte porque sabe que todas se encuentran en posibilidad de honrar las obligaciones que asuman. Gracias a ello, el contrato puede ser definido exclusivamente en función del precio.

Resulta obvio que tal disminución de los costos de transacción no se presentaría en caso de concebirse a la relación jurídica entre un agente de intermediación y su comitente como una comisión mercantil con representación. En efecto, la representación que el cliente estaría otorgando al agente de intermediación implicaría que para todos los efectos legales es el mismo comitente quien contrata y el intermediario sólo actúa como una suerte de extensión de su personalidad pero sin responsabilidad alguna frente a la contraparte respecto de las obligaciones contratadas. Por lo tanto, para cualquier persona que deseara realizar una transacción en un mecanismo centralizado de negociación sería necesario incurrir en los costos de adquirir información sobre sus posibles contrapartes, requerir garantías, etcétera.

Por el contrario, una comisión mercantil sin representación sería concordante con el objetivo de reducción de costos de transacción al que me he referido más arriba. Así, cuando un agente de intermediación concurre al mecanismo centralizado de negociación a efectuar una operación, sabe que puede elegir la mejor oferta económica porque se encuentra razonablemente resguardado de los riesgos de incumplimiento debido a que todos los agentes de intermediación participantes en dicho mercado cumplen con los cánones mínimos de solvencia y liquidez. Ninguno de los participantes en el mecanismo centralizado de negociación requiere recabar mayor información respecto de sus contrapartes -de hecho, en muchos casos ni siquiera la escogen sino que se les asigna electrónicamente- ni mucho menos del comitente que ordenó la operación. Este específico (y significativo) componente de los costos de transacción se ha reducido al máximo.

Las ventajas del contrato de comisión mercantil sin representación para la disminución de estos costos de transacción en particular, son reconocidas por el Derecho desde los orígenes del contrato de comisión mercantil, como lo señala Garrigues: “por motivos de conveniencia práctica estos mandatarios o

El solo hecho de contratar con una contraparte conocida puede (...) disminuir o eliminar la necesidad de garantías compensando el ahorro de dicho costo una aparente desventaja en el precio. Es el sacrificio del beneficio por la seguridad o, si se quiere, es el costo de la incertidumbre

comisionistas contratan generalmente en su propio nombre, es decir, sin utilizar ningún poder de representación del comerciante comitente. He aquí las ventajas de semejante modo de actuar: 1) el comitente, que suele ser desconocido en el lugar donde el comisionista opera (en el extranjero, por lo general), puede así aprovecharse del crédito y de las relaciones comerciales del propio comisionista; 2) puesto que el comisionista se ofrece a tercero, con quien contrata, como dueño del negocio, queda a virtud de esta apariencia ampliamente legitimado frente a la otra parte contratante, sin necesidad de un apoderamiento que sería incompatible con la anterior ventaja; 3) actuando el comisionista en nombre propio facilita el secreto de las operaciones de su comitente, quien puede así eludir ciertas prohibiciones o especiales tributos a los comerciantes extranjeros.

El obrar el comisionista en nombre propio se muestra pues, en la historia de la comisión no como un requisito de su concepto, sino como una resultante práctica de la experiencia⁽⁶⁾.

El texto de Garrigues trae a colación, además, otro aspecto fundamental de las relaciones entre comisionistas y comitentes en las operaciones en el mercado de valores: la reserva bursátil. En efecto, es un principio básico del derecho del mercado de valores en todo el mundo, el deber de reserva que protege la identidad de los comitentes compradores y vendedores en las operaciones realizadas en el mercado de valores. Este principio se encuentra efectivamente recogido en el artículo 45 de nuestra ley de la materia.

El principio de reserva bursátil resulta contradictorio con la Teoría de la Comisión Mercantil con Representación.

De conformidad con lo establecido por el artículo 240 del Código de Comercio, la comisión con representación exige al intermediario la invocación del nombre de su comitente al concluir el contrato, teniendo incluso la obligación de detallar el nombre, apellido y domicilio de su representado. Es clara la razón de esta disposición. Una de las partes del contrato tiene que conocer la identidad de la otra posible contraparte, con anterioridad a la celebración del acto jurídico para, en función de sus calidades personales, ejercer su libertad de contratar decidiendo si celebra o no el acto jurídico con esa persona.

La posibilidad de que el intermediario revele el nombre de su comitente no sólo es económicamente inviable en los casos de transacciones realizadas en mecanismos centralizados de negociación -por los costos de obtención de información a los que me he referido anteriormente- sino que se encuentra prohibida expresamente por el deber de reserva consagrado en el artículo 45 de la Ley del Mercado de Valores.

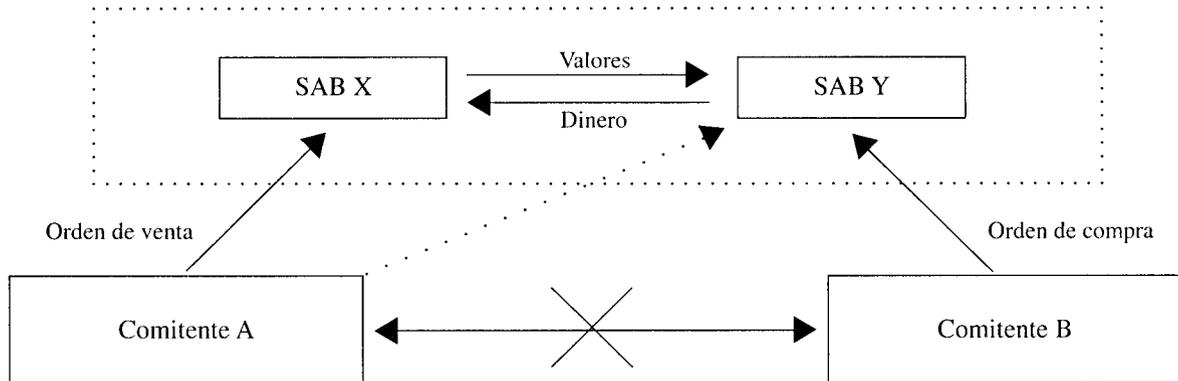
Por lo tanto, en las transacciones realizadas en los mecanismos centralizados de negociación, no cabe interpretar como una comisión con representación la relación entre el agente de intermediación y su cliente, porque existiría una contradicción insalvable entre la figura de la representación que exige al representante dar a conocer el nombre de su representado y el deber de reserva que prohíbe a los intermediarios divulgar el nombre de sus comitentes.

Tal contradicción resulta más evidente aun cuando se concuerda con el tema operativo antes señalado: la necesidad del comitente de obtener información acerca de su contraparte para decidir la celebración de una operación de mercado. No obstante, si consideramos el deber de reserva, la situación sería que la obtención de tal información devendría en ilegal. Es decir, que quien deseara contratar en mecanismos centralizados de negociación debería hacerlo con una persona cuya identidad y solvencia no puede conocer legalmente.

Como consecuencia de lo expuesto, analizando la relación jurídica entre intermediarios y clientes a la luz de las normas de la comisión mercantil sin

(6) GARRIGUES, Joaquín. *Curso de Derecho Mercantil*. México: Porrúa, 1979. p. 101.

Diagrama I
Esquema de una operación



representación, el esquema de una operación en un mecanismo centralizado de negociación, sea la rueda de bolsa, la mesa de negociación o el mecanismo de instrumentos de emisión no masiva sería el que puede apreciarse en el Diagrama I.

El Diagrama I muestra el esquema de una operación típica de compraventa en un mecanismo centralizado de negociación donde el comitante A es titular de valores que desea vender y el comitante B pretende comprar la misma cantidad de ese mismo tipo de valores. Para lograrlo, el comitante A acude a la SAB X y le imparte una orden de venta de valores, mientras que -por su lado- el comitante B imparte una orden de compra de esos mismos valores a la SAB Y. Premunidas de estas órdenes, SAB X y SAB Y concurren a un mecanismo centralizado de negociación -digamos, la rueda de bolsa, por ejemplo- resultando que sus propuestas de compra y de venta se corresponden o calzan, por lo que se perfecciona una operación.

Imaginemos que, luego de efectuada la operación en la rueda de bolsa, el comitante B no cumple con entregar a SAB Y el dinero necesario para pagar el precio de los valores adquiridos. En tal caso, al tratarse de una relación jurídica regida por las normas de la comisión mercantil sin representación, la SAB Y no puede alegar el incumplimiento del comitante B para librarse de responsabilidad frente a SAB X. Por lo tanto, SAB Y se verá obligada a cancelar la operación con sus propios fondos, quedando para las relaciones internas entre ella y el comitante B su derecho de repetir contra éste por no haber sido provista de los fondos

necesarios para ejecutar la comisión encomendada.

En este mismo caso, si SAB Y no cumpliera con su obligación, correspondería a SAB X realizar todas las gestiones necesarias (incluyendo, evidentemente, las acciones judiciales a que haya lugar) para procurar la satisfacción de su crédito. Ello deriva del hecho de artículo 267 del Código de Comercio que dispone que será responsable de los perjuicios que ocasionen su omisión o demora, el comisionista que no verificare la cobranza de los créditos de su comitante en las épocas en que fueren exigibles; a no ser que acredite que usó oportunamente de los medios legales para conseguir el pago.

Pero una eventual inacción de SAB X tampoco dejaría en indefensión al comitante A. En efecto, como consecuencia del contrato de comisión mercantil, pese a que la operación ha sido realizada en interés del comitante A, la SAB X se encuentra obligada a cuidar el negocio como si fuera propio. Por lo tanto, SAB X es deudora de esta obligación de diligencia frente al comitante A. Esto implica que el comitante A, en calidad de acreedor de SAB X, podría dirigirse contra SAB Y ejerciendo una acción subrogatoria u oblicua -representada en el diagrama por la línea discontinua- en virtud de lo dispuesto por el artículo 1219 inciso 4 del Código Civil.

Como puede apreciarse, el costo del eventual incumplimiento de alguno de los comitentes recae en la persona que en la teoría de la responsabilidad civil se conoce como el *cheapest cost avoider*. Es decir, aquél que puede evitar el daño (producido en este caso por el incumplimiento de alguno de los comitentes) a

un menor costo. El intermediario, sea SAB X o SAB Y puede evitar el daño realizando un previo control de la solvencia de su comitente, exigiéndole garantías o, de ser el caso, negándose a establecer una relación con él, negándose a realizar el encargo. El intermediario puede prever y evitar el daño producido por el incumplimiento.

Esta función del intermediario se encuentra contemplada por la Ley del Mercado de Valores. El artículo 195 inciso f) prohíbe a los agentes de intermediación en el mercado de valores ejecutar y/o registrar operaciones sin verificar la existencia de los recursos y de los valores a que se contraen, o dar curso a órdenes correspondientes a operaciones de dicha naturaleza. Asimismo, el artículo 196 inciso b) de la misma norma estipula que es obligación de los agentes de intermediación el verificar la identidad y capacidad legal de sus comitentes; la autenticidad e integridad de los valores que se negocien, así como de los endosos, cuando fuere el caso; y la inscripción del último titular en el libro de registro del emisor.

Tal función de verificación por parte del agente de intermediación es concordante con el principio conoce a tu cliente que rige la actividad de los agentes de intermediación. Éstos se encuentran obligados a obtener información acerca de sus comitentes para poder brindarles un servicio adecuado a sus necesidades, expectativas, horizonte de inversión, etcétera.

El mencionado principio se encuentra recogido entre los *Objectives and Principles of the Securities Regulation*, documento publicado por la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) en septiembre de 1998:

“The details of the appropriate internal organization of a firm will vary according to the size of the firm, the nature of its business and the risks it undertakes but generally regulation of market intermediaries should adhere to the following standards.

(7) “Los detalles de una apropiada organización interna de la empresa, variarán de acuerdo con el tamaño de la misma, la naturaleza de sus negocios y los riesgos que asume pero, en general, la regulación de los intermediarios del mercado debería ceñirse a los siguientes parámetros:

(...)

Información acerca de los clientes.- Una empresa debería requerir de sus clientes cualquier información acerca de sus circunstancias y objetivos de inversión relevantes para los servicios a ser prestados. Las políticas y procedimientos deberían establecerse con el fin de asegurar la integridad, seguridad, disponibilidad, confiabilidad y cumplimiento de toda información, incluyendo documentación y datos archivados electrónicamente, relevantes para las operaciones de negocios de la empresa. Si las actividades de un intermediario se extienden a la realización de asesorías específicas, es de particular importancia que la asesoría sea dada luego de un apropiado entendimiento de las necesidades y circunstancias del cliente: un asunto generalmente comprendido en la regla de conducta que el intermediario debe “conocer a su cliente”. (Traducción propia).

(...)

Information about customers.- A firm should seek from its customers any information about their circumstances and investment objectives relevant to the services to be provided. Policies and procedures should be established which ensure the integrity, security, availability, reliability and thoroughness of all information, including documentation and electronically stored data, relevant to the firm’s business operations. Where the activities of an intermediary extend to the giving of specific advice, it is of particular importance that the advice be given upon a proper understanding of the needs and circumstances of the customer: a matter generally encompassed in the rule of conduct that the intermediary must know your client⁽⁷⁾”.

El indicado principio también se encuentra recogido en el inciso e) del artículo 3 del Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado por Resolución CONASEV No. 843-97-EF/94.10, cuyos alcances se encuentran indicados en la exposición de motivos de la indicada norma:

“Artículo 3.- Normas de conducta.

En el ejercicio de sus actividades, los agentes, así como sus representantes y las personas naturales que directa o indirectamente estén relacionadas a ellos, deberán observar las siguientes normas de conducta, así como implementar los procedimientos y sistemas necesarios para su debida observancia:

(...)

e) Información de sus clientes.- Contar con información sobre la situación financiera de sus clientes, su experiencia en inversiones y objetivos de inversión, relacionada con los servicios que les brinde”.

En tal sentido, es el intermediario quien, en virtud del conocimiento que debe tener de su cliente, le brinda asesoría en las operaciones que éste realiza en el mercado de valores y es quien se encuentra en la mejor

posición para conocer su capacidad para cumplir con la provisión de los recursos necesarios para liquidar las operaciones que se realizan en su interés. La eventual contraparte no tiene la posibilidad de realizar dicha evaluación cuando se trata de operaciones realizadas en mecanismos centralizados de negociación. Por lo tanto, no resulta razonable que el riesgo del incumplimiento del cliente en la provisión de dichos recursos sea asumido por la contraparte o por cualquier otro tercero en lugar de serlo por el intermediario que le permitió realizar la operación en el mercado de valores. De ser así, se estaría creando una externalidad en perjuicio de estas personas (las contrapartes o los terceros) que no tuvieron posibilidad de decidir o no vincularse con el comitente que incumplió. De asumirse que, bajo cualquier argumento, el incumplimiento en la operación debe ser soportado por el comitente contraparte, se estaría asignando responsabilidad a quien tiene nulas posibilidades de prever o evitar el daño. Sería ineficiente, por lo tanto, asignarle dicho costo.

4 Cumplimiento de operaciones- realización de ganancias.

Es necesario hacer una precisión respecto de las responsabilidades que le competen al intermediario como consecuencia de las operaciones de corretaje minorista que lleva a cabo en ejecución de un contrato de comisión mercantil sin representación mantenido por su cliente.

Por el contrato de comisión mercantil sin representación, el cliente (comitente) le encarga al intermediario (comisionista-sociedad agente de bolsa) la realización de un acto jurídico (operación en un mecanismo centralizado de negociación) por cuenta y en interés suyo pero a nombre propio. En el Diagrama 01, la operación encerrada en el recuadro, celebrada entre SAB X y SAB Y, es el acto jurídico celebrado por el comisionista en ejecución del mandato.

Como consecuencia de la ausencia de representación, los intermediarios -SAB X y SAB Y- serán responsables entre sí por la entrega del dinero y de los valores respectivamente. No es exigente de responsabilidad para ninguno de los intermediarios el hecho de que sus clientes no les hubieran proveído de los recursos -valores o dinero- necesarios para cumplir con la operación pactada puesto que esta verificación

es responsabilidad de cada intermediario y debió ser realizada con anterioridad a la celebración de la operación. Además, en todo caso, los intermediarios no tienen relación jurídica alguna con el comitente de su contraparte.

Sin embargo, debe observarse que el cumplimiento de las obligaciones por parte de los intermediarios, no significa la realización de ganancias por parte de sus comitentes.

En efecto, si el Comitente A le ordena a la SAB X adquirir cierta clase de acciones, el intermediario -SAB X- habrá cumplido con su prestación cuando realice la operación en el mecanismo centralizado de negociación y entregue al cliente las acciones materia de la orden. Si las acciones bajan dramáticamente de precio y el cliente pierde dinero por esta causa, no existe responsabilidad del intermediario puesto que su obligación sólo consistía en adquirir para su cliente aquello que éste le ordenó comprar. De la misma forma, si el bien adquirido es, por ejemplo, una letra de cambio, un pagaré o un bono, el intermediario queda libre de responsabilidad cuando entrega efectivamente a su cliente el valor -pagaré, bono, letra de cambio, etcétera- adquirido. No es responsable de que la letra, el pagaré o el bono no sean pagados a su vencimiento por sus respectivos emisores.

Todo esto no perjudica, desde luego, las acciones legales que pudieran corresponder al cliente si las adquisiciones de tales valores se realizaron bajo la asesoría tendenciosa o engañosa del intermediario. Sin embargo, en este último caso, la eventual responsabilidad se derivaría del hecho de haber inducido a error al cliente o de haberle otorgado información falsa mas no sería una consecuencia natural del contrato de comisión mercantil.

5 Operaciones típicas en mecanismos centralizados de negociación.

Para el análisis realizado hasta ahora, he tomado en cuenta el esquema de una operación simple. Es decir, el esquema de una operación de compraventa al contado. No importa cuál sea el valor objeto de negociación (acciones, bonos, pagarés, letras de cambio, futuros, opciones, etcétera) la responsabilidad de los intermediarios es la ya anotada pues ésta deriva del tipo de operación y no del valor objeto de la misma.

Lo único que corresponde agregar a lo ya expuesto en torno a las operaciones al contado es la fecha de su liquidación. Las operaciones al contado no se pagan en el día de su realización, denominado “t”, en jerga bursátil, sino en un plazo de tres días posteriores a la fecha de la misma, denominado “t+3”.

Sin embargo, aun cuando los principios expuestos para las operaciones al contado se mantienen, existen diversas operaciones típicas en los mecanismos centralizados de negociación que acarrear responsabilidades, también diversas, para los intermediarios que las realizan.

Mediante las operaciones al contado simplemente se transfiere la titularidad de valores mobiliarios entre dos personas. No suelen presentarse muchos casos de incumplimiento porque si bien el precio de los valores adquiridos puede, en teoría, cambiar significativamente en el plazo de tres días entre la fecha de la transacción y la fecha de la liquidación, esto no es lo frecuente. Por lo tanto, dada la escasa o nula diferencia en el precio, cuando una sociedad agente de bolsa se encuentra imposibilitada de cumplir con la entrega de los valores o de los recursos a que se contrae una operación, habitualmente puede persuadir a su contraparte de abandonar la operación -esto es, dejarla sin efecto- en lugar de llegar a la ejecución forzada. Esto no ocurre con el caso de las operaciones de reporte o las operaciones doble contado plazo.

Las operaciones de reporte y doble contado plazo son operaciones de financiamiento. Son operaciones que si bien se llevan a cabo bajo la forma legal de dos compraventas, cumplen en realidad la función económica de un préstamo con garantía prendaria. Por lo tanto, en estas operaciones existe un tomador de fondos, que obtiene el financiamiento, y un proveedor de fondos que otorga el financiamiento a cargo de una contraprestación en el tiempo⁽⁸⁾.

Tanto la operación de reporte como la operación doble contado plazo consisten en dos transferencias que se pactan en el mismo acto. Una de estas transferencias se liquida al contado -esto es, en el t+3- mientras que la otra se liquida a plazo -en teoría, puede ser cualquier plazo inferior a los 360 días calendario

pero lo habitual es que sean 30, 60 ó 90 días- a un precio previamente establecido.

Así, tanto en la operación de reporte como en la operación doble contado plazo, el proveedor de los fondos compra en la transacción al contado cierta cantidad de valores obligándose a venderlos a un precio mayor en la transacción a plazo. Por lo tanto, el tomador de fondos vende a un precio determinado en la operación al contado comprometiéndose a comprar a un precio mayor en la operación a plazo, independientemente de cuál sea la cotización en el mercado de dichos valores al momento de la liquidación de esta segunda transacción. Claramente, el diferencial entre los precios es lo que el proveedor de los fondos cobra por el financiamiento otorgado durante la vigencia de la operación.

Dado que los valores adquiridos como consecuencia de la operación de reporte o de la operación doble contado plazo están destinados a volverse a transferir a favor de su titular original, no son entregados al proveedor de los fondos. Quedan bloqueados -no se puede realizar ninguna transacción con ellos- en las cuentas de la institución de Compensación y Liquidación de Valores en calidad de principal. En realidad, lo que ocurre es que si bien han sido legalmente transferidos en propiedad, se les otorga el tratamiento de una garantía por cuanto es ésta la función que cumplen desde un punto de vista económico.

Hasta aquí, no existe diferencia alguna entre la operación de reporte y doble contado plazo. Sin embargo, el factor fundamental que las diferencia y que las convierte normalmente en operaciones con muy distintos grados de riesgo es el de las garantías adicionales.

Como he mencionado anteriormente, los valores cuya propiedad se transfiere en estas operaciones, cumplen la función económica de garantías y quedan bloqueados para respaldar el cumplimiento de la operación a plazo. No obstante, en la operación de reporte existen garantías adicionales reguladas y exigibles que otorgan una cobertura superior a la que pudiera resultar de la simple existencia de los valores que conforman el principal.

(8) En la operación de reporte, el proveedor de fondos se denomina reportante y el tomador de fondos se denomina reportado. En el caso de las operaciones doble contado plazo, no existían denominaciones específicas para los participantes, por lo que simplemente se les denomina tomador y proveedor de fondos.

Estas garantías adicionales exigidas en una operación de reporte se denominan margen de garantía. El margen de garantía no puede consistir en cualquier bien. Sólo son aceptables para la constitución del margen de garantía el dinero en efectivo (que es raramente utilizado) o ciertos valores mobiliarios previamente seleccionados por la Bolsa de Valores de Lima a través de su Tabla de Valores Referenciales. La Tabla de Valores Referenciales es un listado que contiene los valores que pueden integrar el margen de garantía en una operación de reporte y los castigos sobre el precio de cotización que serán aplicables a tales valores.

En consecuencia, la suma del valor del principal más el margen de garantía en una operación de reporte debe totalizar un importe mínimo que es mayor que el importe de la operación a plazo. Si, por ejemplo, el reportado vendió el principal a S/. 95 y se obligó a comprarlo dentro de 90 días a un precio de S/. 100, le será exigible un margen de garantía de S/. 20 siendo, por lo tanto, un total de garantías (desde el punto de vista económico) de S/. 115 que corresponde a la suma del principal y el margen de garantía, contra una deuda de S/. 100 que es el importe de la operación a plazo.

Dado que tanto el principal como el margen de garantía en una operación de reporte está constituido por valores listados en la rueda de bolsa, la cotización de los mismos varía y tales variaciones tienen impacto en la operación de reporte. La valorización del principal y del margen de garantía se actualiza diariamente al precio de cotización de cierre de los valores involucrados en las operaciones. Si la cotización de los valores disminuye y en lugar de valer S/. 115 el total de las garantías sólo vale S/. 110, se requerirá al reportado que incremente en S/. 5 las garantías para que alcancen nuevamente el valor de S/. 115. A este requerimiento se le llama llamada de margen o reposición de garantías.

Si en cualquier momento durante la vigencia de operación el reportado no cumple con efectuar la reposición de garantías requerida, el principal y el margen de garantía son subastados aun cuando no hubiera llegado el vencimiento de la misma. Con el producto de dicha subasta se paga al reportante. Asimismo, si llegado el vencimiento de la operación, el reportado no cumple con efectuar la compra del principal, igualmente se subastará el principal y el margen de garantía para pagar al reportante la operación de venta a plazo.

En el caso de las operaciones doble contado plazo que se celebraban en la mesa de negociación, no existían garantías reguladas ni limitación alguna respecto de los valores que podían ser materia de la operación. Así, el principal podía consistir -es más, habitualmente consistía- en una simple letra de cambio y la garantía podía tener un valor inferior al valor de la operación a plazo, consistir en bienes no cotizados o sin valorización oficial o, simplemente, podían no existir garantías. Evidentemente, tampoco existía seguimiento alguno del valor de las garantías ni llamadas de margen.

Siendo las operaciones de reporte y doble contado plazo actos jurídicos realizados por los intermediarios sin representación de sus comitentes, en ejecución del contrato de comisión mercantil, las obligaciones derivadas de estas operaciones les vinculan directamente frente a sus intermediarios contrapartes. Esto, desde luego, sin perjuicio de la obligación de sus respectivos comitentes de proveerles de los recursos necesarios para evacuar el encargo.

Por lo tanto, la compra a plazo y la eventual reposición de márgenes de garantía son obligaciones que corresponden directamente a la sociedad agente de bolsa reportada. No constituye un eximente de responsabilidad el incumplimiento de su cliente en la provisión de fondos.

6 La posición de la Bolsa de Valores de Lima.

En opinión de la Bolsa de Valores de Lima, las relaciones entre las sociedades agentes de bolsa y sus clientes no pueden ser explicadas por las normas de la comisión mercantil. Éstas resultarían insuficientes para regular la relación entre una sociedad agente de bolsa y su cliente, debiendo ser complementadas por la normatividad bursátil. A su vez, esta aplicabilidad de ambas normatividades derivaría en una figura contractual denominada contrato de intermediación bursátil que sería típica sobre la base de encontrarse regulada en el artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores.

Ello es factible dado que el artículo 173 de la Ley del Mercado de Valores establece que las relaciones entre los agentes de intermediación y sus comitentes se rigen por las reglas de la comisión mercantil y por lo establecido en la presente ley. Por lo tanto, a decir

de esta teoría, si bien la ley remite a las normas de la comisión mercantil, no señala que la relación jurídica efectivamente sea una comisión mercantil sino solamente que se regula por sus reglas con la implícita cláusula de en lo que sea aplicable.

Asimismo, se sostiene que la redacción del artículo podría llevar a pensar que de ambas normatividades aplicables, las normas de comisión mercantil tendrían preeminencia sobre las del mercado de valores. Esta interpretación resultaría equivocada debido a que las normas de mercado de valores deben gozar de preeminencia por razones de especialidad.

El principal motivo por el que se señala que las normas de la comisión mercantil son insuficientes para regular las relaciones entre intermediarios en el mercado de valores y comitentes es que, al no existir un elemento de representación, los bienes (en este caso

mercado de valores peruano. Las sociedades agentes de bolsa no ingresan a su patrimonio los bienes adquiridos para transferirlos posteriormente a favor de sus comitentes. Esto puede comprobarse en el plan de cuentas de las sociedades agentes de bolsa, que regula los registros contables que estas intermediarias deben realizar. El ingreso de los bienes adquiridos al patrimonio del intermediario sencillamente no ocurre por cuanto al momento de la liquidación de una operación en bolsa, la institución de compensación y liquidación es informada de la identidad de los comitentes realizando la transferencia directamente entre ellos.

A partir de la supuesta no afectación patrimonial del intermediario en las operaciones realizadas en mecanismos centralizados de negociación, se construye una figura que si bien se inspira en la modalidad del Contrato a favor de tercero regulada en el Código Civil, es radicalizada por cuanto no se considera al intermediario como parte del contrato en ningún momento. Si regresamos al Diagrama 1, en esta teoría, las relaciones jurídicas se establecen directamente entre Comitente A y Comitente B, sin que los intermediarios SAB X y SAB Y ostenten en ningún momento la calidad de parte del contrato.

Finalmente, se señala que pese a tratarse de un contrato celebrado entre las partes Comitente A y Comitente B, los intermediarios se mantendrían obligados a velar por su cumplimiento en atención a la normatividad del mercado de valores. Específicamente, cuando el artículo 196 inciso c) de la Ley del Mercado de Valores establece que es obligación y responsabilidad de los intermediarios asumir el pago de los valores que se les ordene vender y la entrega de los valores que se les ordene comprar. Considero que esta teoría es errada.

Es bien cierto que la normatividad del mercado de valores es aplicable a las operaciones que ejecutan los agentes de intermediación, pero lo es en tanto se trata del negocio de ejecución de este contrato de comisión mercantil en particular. Ello no permite la configuración de un nuevo tipo contractual por la conjunción de la normatividad de la comisión misma más la del negocio de ejecución.

Resulta inadecuado pretender que la comisión mercantil se junte al negocio de ejecución en un solo contrato puesto que, de ser así, nunca existiría la comisión mercantil propiamente dicha sino tantos tipos contractuales como negocios de ejecución pueda haber.



valores mobiliarios) adquiridos por el intermediario en ejecución de la comisión, ingresarían en el patrimonio de éste. Por lo tanto, el intermediario comisionista requeriría de un acto jurídico posterior para transferir la propiedad a su comitente convirtiéndose -a decir de esta hipótesis- en un revendedor.

Tal forma de actuar -la de revendedor- no corresponde con la realidad de la intermediación en el

Es decir, infinitos. La comisión mercantil que tenga por objeto la compraventa será un tipo contractual, la que tenga por objeto la realización de transacciones bursátiles será otro, la que tenga por objeto el arrendamiento uno más, etcétera. La normatividad aplicable al negocio de ejecución no puede negar la naturaleza del contrato de comisión mercantil.

De manera análoga, las obligaciones adicionales que la ley imponga a un tipo contractual debido a situaciones particulares no crean un nuevo tipo contractual. Cuando la ley, por ejemplo, establece que la venta de armas de fuego se encuentra sujeta a autorización estatal o que el vendedor se encuentra obligado a registrar el nombre de su comprador no convierte a esta transacción en un contrato distinto a la compraventa. Continúa siendo un contrato de compraventa al que la ley ha agregado, sin embargo, obligaciones adicionales (la autorización, el registro) en atención al bien materia del contrato. Del mismo modo, las normas adicionales que puedan existir respecto de la comisión mercantil entre agentes de intermediación en el mercado de valores y sus clientes no despoja al contrato de su naturaleza de comisión mercantil.

Por otro lado, me resulta bastante dudoso que pueda establecerse la existencia de un tipo contractual sobre la base de lo estipulado en el artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores. En efecto, la indicada norma describe la intermediación en el mercado de valores como actividad económica y lo hace sobre la base de la enumeración de varios contratos típicos que, según esta teoría, se convierten en otro contrato también típico (¿?) denominado de intermediación bursátil.

Así, la compraventa, la comisión el corretaje, etcétera, expresamente nombrados en el artículo 6° de la Ley del Mercado de Valores dejan de ser dichos tipos contractuales para convertirse en otro denominado intermediación bursátil. Incluso, el artículo 6 se refiere a las adquisiciones de valores que los agentes realizan por cuenta propia con el objeto de colocarlos ulteriormente entre el público y percibir un diferencial en el precio. Esto no constituye un contrato, por lo que definitivamente no puede considerarse que el artículo 6 de la Ley del Mercado de Valores esté normando un nuevo tipo contractual.

No obstante lo anterior, es preciso considerar el problema de la afectación patrimonial del intermediario. En efecto, la consecuencia de la

comisión mercantil sin representación es que, concluida la operación entre los dos intermediarios, los derechos y obligaciones resultantes de la misma les obligan mutuamente y tales obligaciones no incluyen a los comitentes. Por lo tanto, es el intermediario comprador y no su cliente quien deviene en acreedor de la propiedad de los valores adquiridos.

Sin embargo, este es un problema (a mi juicio) secundario que no debería llevar a una consecuencia tan severa como negar la naturaleza de comisión mercantil sin representación en la relación entre sociedades agentes de bolsa y clientes. Existen muchas posibilidades para explicar esta situación de modo que queden cautelados los intereses de las partes y, al mismo tiempo, se dé una correspondencia entre la teoría y la práctica del mercado de valores.

El problema del ingreso de los bienes adquiridos al patrimonio del intermediario es un problema que, en su oportunidad, advirtió Garrigues a propósito de las situaciones especiales que se presentan en los contratos de comisión mercantil sin representación:

“a) Adquisición de la propiedad en la comisión de compra. Supuesto de este problema es que el comisionista actúe en su propio nombre en el contrato de compraventa (v. artículo 246). Los derechos y obligaciones derivados de este contrato (negocio de realización de la comisión) se anudan a la persona del comisionista. Pero la comisión tiende en último término a procurar al comitente la propiedad de las cosas compradas por el comisionista; sólo mediante esta transferencia de propiedad se puede decir consumada la comisión. El comitente ¿adquiere desde luego la propiedad cuando el comisionista recibe la cosa comprada? ¿Es el comisionista quien adquiere primero la propiedad que luego transferirá al comitente, mediante una nueva tradición? Desde el punto de vista formalista que domina nuestro Código de Comercio, la solución debería ser la última: es el comisionista quien adquiere exclusivamente los derechos derivados del contrato de ejecución, tanto desde el punto de vista del derecho de crédito como desde el punto de vista del derecho real. La voluntad del vendedor va dirigida también a transferir la propiedad al comisionista comprador y no al comitente, cuya existencia ignora.

Pero esta solución no se corresponde con la verdadera situación de los intereses en juego. El del comitente exige la inmediata adquisición de propiedad

sobre las cosas compradas y recibidas por el comisionista, las cuales quedarían así a salvo en caso de quiebra del comisionista. Para satisfacer este interés se recurre al artificio del constituto posesorio, que permite considerar al comitente propietario de las cosas adquiridas a título de comisión, concediéndole, por consecuencia, un derecho de separación de esas cosas en caso de quiebra del comisionista. A esta solución llega el número 4 del artículo 909 del Código de Comercio que satisface las exigencias del interés del comitente, aun contrariando las consecuencias lógicas de la construcción formalista del artículo 246⁽⁹⁾.

Los artículos 901 y 902 del Código Civil establecen que la tradición de un bien puede llevarse a cabo de manera física mediante la entrega del mismo a quien debe recibirlo o, mediante tradición ficta. Esto es, cuando pese a no haberse realizado una entrega física, ésta se entiende realizada para todos los efectos legales.

El constituto posesorio es una de las modalidades de tradición ficta. En este caso, la tradición se considera realizada cuando cambia el título posesorio de quien se encontraba poseyendo. Es a través de esta figura que Garrigues considera subsanado el problema de la falta de ingreso del bien adquirido al patrimonio del intermediario. Aun permaneciendo en poder del intermediario, el bien adquirido ha sido transferido al comitente debido a que el título del intermediario es de comisionista. De esta forma, cambia su título posesorio. Ésta es una explicación posible.

Por mi parte, estimo que en el caso anotado no existe una tradición ficta sino una tradición real conforme al artículo 901 del Código Civil. En efecto, la norma del Código Civil establece la posesión de los bienes se adquiere por tradición, que consiste en la entrega del bien a quien debe recibirlo o a la persona designada por él.

En las transacciones en mecanismos centralizados de negociación, si bien las obligaciones derivadas de la operación -entrega de cosa y pago del precio- vinculan a los intermediarios que las efectuaron y no a sus clientes, el intermediario comprador designa al momento de la liquidación al tercero a quien el bien habrá de entregarse. Tal designación, ciertamente, no es comunicada a la otra parte sino a la institución de compensación y liquidación de valores quien realiza la transferencia directamente de la cuenta del comitente

vendedor a la del comitente comprador. Por lo tanto, el intermediario vendedor -en el Diagrama 1 sería SAB X- cumple con su obligación frente al intermediario comprador -en el Diagrama 1 sería SAB Y- mediante la entrega del bien a un tercero designado por éste -dicho tercero vendría a ser el Comitente B- cumpliendo así con el supuesto de la tradición contemplado en el artículo 901 del Código Civil.

Como puede verse, en la tradición mediante la entrega del bien a un tercero designado por el acreedor, el tercero que recibe el bien -en este caso el Comitente B- adquiere directamente la propiedad del mismo en virtud de la previa relación de comisión mercantil existente con el intermediario -SAB Y-. Por lo tanto, pese a tratarse de una comisión mercantil sin representación en que el intermediario no obliga a su comitente frente al tercero, el bien adquirido pasa directamente al patrimonio del comitente sin ingresar en ningún momento al del intermediario.

No quiero dejar de mencionar, sin embargo, los otros argumentos mencionados: la responsabilidad del intermediario emanada del artículo 196 inciso c) de la Ley del Mercado de Valores y el hecho de que los bienes adquiridos no ingresen al patrimonio del intermediario por no constar así en su contabilidad.

Se ha afirmado que aun cuando el intermediario no fuera parte del contrato de compraventa -cuyas partes, siempre en el Diagrama 1, serían Comitente A y Comitente B- permanecería obligado al cumplimiento de la operación en virtud de lo establecido por el artículo 196 inciso c) de la Ley del Mercado de Valores. Ello es inexacto por cuanto el cumplimiento de la operación significa que el comprador pague el precio por los bienes adquiridos y que el vendedor entregue los bienes vendidos. El citado artículo, por su parte, establece que el intermediario se encuentra obligado a asumir el pago de los valores que se les ordene vender y la entrega de los valores que se les ordene comprar.

La pregunta es ¿a quién debe pagar el intermediario por los valores que se le ordenó vender? Evidentemente, no es a su contraparte porque si el intermediario vendió, él no paga sino que le pagan. Cuando el artículo dice que el intermediario debe asumir el pago de los valores que se le ordenó vender, se refiere a la obligación del intermediario de entregar

(9) GARRIGUES, Joaquín. Op. cit.: p. 111.

a su comitente el producto de la venta realizada en cumplimiento de sus órdenes.

La misma lógica se presenta cuando la norma glosada se refiere a la obligación del intermediario de entregar los valores que se le ordenó comprar. ¿A quién debe entregar el intermediario los valores que se le ordenó comprar? Indudablemente, no es a su contraparte porque, más bien, es de ella de quien los recibe. El intermediario tiene, en realidad, la obligación de entregar a su comitente los valores adquiridos como consecuencia de la compra ejecutada en cumplimiento de sus órdenes.

Por lo tanto, de acuerdo con su redacción actual, el artículo 196 inciso c) de la Ley del Mercado de Valores no responsabiliza al intermediario por el cumplimiento de la operación que ejecuta. Sólo le obliga a transferir al comitente el resultado de la operación ordenada: el dinero, en caso se le haya ordenado vender y los valores, en caso se le haya ordenado comprar. La responsabilidad del intermediario por el cumplimiento de la operación, en consecuencia, proviene sólo de la relación de comisión mercantil antes comentada y no de la legislación del mercado de valores.

El segundo tema es el de los registros contables.

En mi opinión, es cierto que los bienes adquiridos por el intermediario en ejecución de la orden de su cliente no ingresan en ningún momento a su patrimonio. Sin embargo, ello se debe a la constatación empírica de que la obligación de entregar generada por la operación en mecanismos centralizados de negociación, se realiza a favor de un tercero y no a favor del comprador. En otras palabras, como expliqué anteriormente, el intermediario vendedor cumple con su prestación mediante la entrega del bien no al intermediario comprador (la sociedad agente de bolsa contraparte) sino al tercero designado por éste (su comitente), produciéndose una tradición real en los términos a que se refiere el artículo 901 del Código Civil.

Debe ser ésta la razón que sustenta la posición según la cual, los bienes adquiridos en ejecución de la comisión mercantil no ingresan al patrimonio del intermediario. No puede sostenerse que la razón de que estos bienes no ingresen al patrimonio del intermediario sea la ausencia de un registro contable que lo respalde.

En efecto, el objetivo de la contabilidad no es dar cuenta de la forma o las consecuencias legales de las

operaciones llevadas a cabo por la sociedad sino registrar sus efectos económicos. Existe una suerte de principio de primacía de la realidad -la realidad económica, quiero decir- para la realización de los registros contables. En el contrato de arrendamiento financiero, por ejemplo, pese a que el arrendatario ostenta legalmente tal calidad y, por lo tanto, no es propietario de los bienes, las normas de contabilidad le obligan a registrarlos entre sus activos. Esto, sin embargo, no significa que por la existencia del registro contable pueda concluirse que legalmente la propiedad es del arrendatario.

Lo mismo ocurre en el caso de la responsabilidad civil. Pese a que la obligación de indemnizar se genera ya sea con el incumplimiento de la obligación o con la producción del daño -sea que se trate de responsabilidad contractual o extracontractual- las normas de contabilidad impiden registrar cuentas por cobrar derivadas de tales hechos en tanto no exista un pronunciamiento judicial favorable. Por lo tanto, si bien legalmente el derecho a ser indemnizado nació desde el sufrimiento del daño desde el punto de vista legal, la posibilidad de registrarlo contablemente no surge sino hasta que se han cumplido una serie de condiciones.

Existen muchos ejemplos más que demuestran cómo es que los registros contables no necesariamente dan cuenta de la forma legal de los actos jurídicos o las operaciones de la empresa. Por lo tanto, los registros contables no necesariamente coinciden con la forma legal de los actos jurídicos y, en consecuencia, la existencia o inexistencia de registros contables no es argumento válido para sustentar o descartar una consecuencia legal.

Esta diferencia entre lo legal y contable está expresamente tratada en el párrafo 20 de la Norma Internacional de Contabilidad (NIC) No. 1 que textualmente señala:

“Políticas Contables

20. La gerencia de la empresa debe seleccionar y aplicar sus políticas contables, de modo que sus estados financieros cumplan con todos los requerimientos de cada Norma Internacional de Contabilidad aplicable y con las interpretaciones emitidas por el Comité Permanente de Interpretaciones. De no haber requerimientos específicos, la gerencia debe desarrollar las políticas necesarias para asegurar que los estados financieros proporcionen información que sea:

(...)

(b) Confiable en cuanto ellos:

(...)

(ii) Reflejan la esencia económica de los hechos y transacciones y no meramente su forma legal”.

Desde luego, esto no significa en modo alguno que lo contable se encuentre por encima de lo legal o viceversa. Si el respeto de las normas internacionales de contabilidad es exigible, lo es precisamente por el mandato de la ley. El Consejo Normativo de Contabilidad ha sido instituido por ley como la máxima autoridad nacional en materia de normativa contable. Por lo tanto, aprueba las normas de contabilidad que son de observancia obligatoria en el Perú.

Por lo tanto, no es que haya una subordinación de lo contable a lo legal o viceversa. Lo que ocurre en realidad es que pese a las consecuencias legales de una transacción, los registros contables pueden reflejar algo distinto, de acuerdo con las normas internacionales de contabilidad. Es por esta razón que la no-obligatoriedad de un registro contable no puede ser un argumento para descartar los efectos legales de una operación o un contrato.

7 El Sistema de garantías en el Mercado de Valores.

Un último aspecto relativo a la responsabilidad de los intervinientes en las operaciones en mecanismos centralizados de negociación es el de las garantías que respaldan tales responsabilidades.

El mercado de valores peruano cuenta con un sistema de garantías que es, por decir lo menos, complejo. Esta complejidad ha motivado que en numerosas ocasiones, comitentes perjudicados por el incumplimiento en operaciones realizadas en el mercado de valores soliciten indebidamente la ejecución de las diversas garantías existentes. Esta es la razón por la que me referiré brevemente a cada una de las garantías previstas por la Ley del Mercado de Valores.

Antes de ello, quisiera señalar que si bien estas garantías pueden ser ejecutadas para dar cumplimiento a fallos judiciales o arbitrales, están diseñadas para ser ejecutadas principalmente como consecuencia de procesos administrativos. El procedimiento administrativo existente para su ejecución -que incluye una primera instancia administrativa ante la bolsa de valores y una revisión en segunda y última instancia administrativa por parte de CONASEV- es un asunto

complicado que ameritaría por sí mismo un artículo, de modo que no me referiré a él. Baste con señalar que se encuentra regulado por el Reglamento de Solución de Controversias en la Bolsa de Valores de Lima, aprobado por Resolución CONASEV No. 087-98-EF/94.10, publicado con fecha 27 de mayo de 1998.

El sistema de garantías en el mercado de valores comprende el Fondo de Garantía, la garantía por operaciones fuera de bolsa, el Fondo de Contingencia, el Certificado de Participación en las bolsas de valores y el Fondo de Liquidaciones.

El Fondo de Garantía es un patrimonio administrado por la bolsa de valores que se conforma principalmente por los aportes mensuales de las sociedades agentes de bolsa, el producto de las multas que imponga la bolsa y, excepcionalmente, los aportes voluntarios que realice la propia bolsa de valores.

Este fondo tiene por objeto respaldar el resarcimiento de los daños ocasionados por los intermediarios a sus respectivos comitentes por operaciones realizadas en alguno de los mecanismos centralizados de negociación administrados por la respectiva bolsa de valores. No cubre, sin embargo, todos los posibles daños. Para ser resarcibles con cargo al Fondo de Garantía, los daños sufridos por el comitente deben derivar de un hecho ilícito del intermediario, de una infracción a la normatividad del mercado de valores. Por lo tanto, no puede ser ejecutado por el simple incumplimiento en el pago de una operación.

Asimismo, el Fondo de Garantía establece límites para su ejecución. Dado que se trata de una garantía global que respalda a todo el sistema -se trata de un solo fondo que cubre la responsabilidad de todos los asociados a la respectiva bolsa de valores- se ha establecido que en cada ocasión no puede utilizarse más del 30% del patrimonio disponible del fondo para cubrir daños causados por una misma sociedad agente de bolsa.

Sin embargo, cuando se trata de resarcir daños causados por una sociedad agente de bolsa que se encuentra fuera del mercado o en proceso de salir de él -por revocación de su autorización de funcionamiento, situación de insolvencia o en proceso de disolución y liquidación- el límite por intermediario se reduce a 20% del patrimonio efectivo del fondo. Además, se agrega un límite por comitente de tan sólo US\$ 3 000,00. Por lo tanto, cuando el intermediario

sale del mercado se resarcirá a cada comitente perjudicado con un máximo de US\$ 3 000,00 hasta alcanzar el 20% del patrimonio efectivo del fondo.

En el caso de daños causados por operaciones realizadas fuera de los mecanismos centralizados de negociación administrados por las bolsas de valores, el resarcimiento puede realizarse con cargo a la garantía que los intermediarios constituyen a favor de CONASEV. Esta garantía se encuentra establecida en el artículo 190 de la Ley del Mercado de Valores.

La garantía por operaciones fuera de bolsa se constituye individualmente. Puede constituirse mediante depósito en efectivo, póliza de caución o carta fianza a favor de CONASEV, siendo esta última la modalidad más común. Esta garantía asciende a un importe que se calcula semestralmente en función del monto de las operaciones fuera de bolsa realizadas por cada intermediario durante el semestre precedente.

Dado que esta garantía es constituida individualmente por cada intermediario, no existe límite por intermediario para su ejecución. Tampoco se han establecido limitaciones de resarcimiento por comitente. Por esta razón, en muchos casos esta garantía ha sido íntegramente utilizada para pagar a un solo comitente.

El Fondo de Contingencia cumple un papel prácticamente residual respecto de las garantías antes mencionadas. Es ejecutable para resarcir daños producidos tanto en operaciones bursátiles como extrabursátiles. No obstante, el requisito previo para su ejecución es que alguna de las garantías anteriores haya sido ejecutada hasta sus respectivos límites. En otras palabras, el Fondo de Contingencia se ejecuta para cancelar el saldo impago al comitente, luego de que éste no ha podido ser íntegramente resarcido con cargo a las garantías ya mencionadas: el Fondo de Garantía o la garantía por operaciones fuera de bolsa.

El Fondo de Contingencia, al igual que el Fondo de Garantía es una garantía global. Por tal razón también presenta un límite por intermediario de 30% del patrimonio del fondo, y un límite individual de S/. 50 000,00⁽¹⁰⁾ por comitente.

Sin embargo, este fondo es realmente especial por cuanto su vigencia es transitoria. Se constituyó por un plazo de cinco años con aportes de CONASEV y de la Bolsa de Valores de Lima en cumplimiento de la Quinta Disposición Transitoria de la Ley del Mercado de Valores. Probablemente para la fecha de publicación de este artículo, ya se haya producido su liquidación, que se encuentra prevista para el 23 de octubre de 2001.

El Certificado de Participación emitido por las bolsas de valores no es propiamente una garantía sino un activo de todas las sociedades agentes de bolsa, sujeto a una regulación especial.

De acuerdo con la Ley del Mercado de Valores vigente, las bolsas de valores son asociaciones civiles constituidas por las sociedades agentes de bolsa asociadas a ellas. En tal sentido, el Certificado de Participación no es sino el valor emitido por la bolsa de valores respectiva, que representa la calidad de asociada de la sociedad agente de bolsa titular del mismo⁽¹¹⁾.

El Certificado de Participación ha sido objeto de un tratamiento muy especial por parte de la Ley del Mercado de Valores. Este activo de las sociedades agentes de bolsa es considerado como un bien destinado a responder exclusivamente por las obligaciones que se deriven de la participación de la respectiva sociedad agente de bolsa en el mercado de valores. No puede ser objeto de medidas cautelares o gravámenes, sólo puede ser transferido en rueda de bolsa -bajo sanción de nulidad- y sólo puede ser subastado por resolución de CONASEV cuando las garantías constituidas resultan insuficientes para cubrir las responsabilidades de la respectiva sociedad agente de bolsa.

Sin embargo, es preciso considerar que el Certificado de Participación es un valor emitido por una bolsa de valores que, de acuerdo con la Ley del Mercado de Valores, es una asociación civil. Por lo tanto, se encuentra impedida de distribuir dividendos o de beneficiar a sus asociados con los remanentes de una eventual liquidación. En consecuencia, el valor del Certificado de Participación depende de la

(10) Este monto se actualiza anualmente en función al índice de precios al por mayor. Para el ejercicio 2001, el monto indexado asciende a S/. 67 431,72.

(11) Inclusive, cuando una sociedad agente de bolsa pierde su autorización de funcionamiento, pierde también su condición de asociada a la bolsa de valores pese a mantener la titularidad de su Certificado de Participación.

existencia de una persona interesada en asociarse a la respectiva bolsa de valores, esto es, de la existencia de un potencial nuevo intermediario. Esta circunstancia, lo hace un valor sumamente ilíquido.

No obstante, existe desde hace años y hasta la actualidad el proyecto de convertir a las bolsas de valores en sociedades anónimas. De realizarse tal cambio legislativo, los Certificados de Participación pasarían a ser acciones y, por lo tanto, bienes valiosos considerando que la bolsa de valores ejerce un monopolio. La especulación respecto de dicho cambio ha generado en el pasado transacciones con Certificados de Participación a precios muy variados -algunos de los cuales, fueron sumamente altos- pero lo cierto es que esto ya no depende de un análisis legal sino político. Estos activos podrían ser muy valiosos si se realizara un cambio legislativo que los dotara de derechos a percibir los monopólicos ingresos de la bolsa de valores.

Finalmente se encuentra el Fondo de Liquidaciones. Este fondo, en realidad, tiene una naturaleza completamente distinta a todas las garantías anteriores. No se encuentra relacionado con la actuación ilícita de los intermediarios y su ejecución no es solicitada por los comitentes. Se trata de un fondo mantenido por la institución de compensación y liquidación con el objeto de asegurar el pago de las operaciones al contado realizadas por los intermediarios.

Como he mencionado anteriormente, las operaciones al contado no suelen presentar problemas

en la liquidación por la alternativa del abandono de la operación, por lo que este fondo aparece como de escasa utilidad. No cubre las operaciones de reporte que son las que históricamente han generado los incumplimientos más importantes en el mercado de valores peruano, ni las nuevas operaciones que puedan implementarse, como las ventas descubiertas o en corto.

8 A modo de conclusión.

Muchos factores intervienen en el desarrollo de los mercados. La seguridad jurídica es uno de ellos. Aunque se relaciona este concepto con muchas cosas distintas, normalmente existe un consenso en que la seguridad en materia jurídica tiene que ver con que la aplicación del Derecho sea clara y predecible para los particulares.

En el caso del mercado de valores, la claridad respecto de las responsabilidades que derivan de las operaciones realizadas es uno de los aspectos más importantes para su desarrollo. Esta seguridad no sólo depende de las normas sino de su consistente aplicación por parte del ente regulador y su entendimiento por parte de los particulares. De estos últimos, lo que se requiere es diligencia para que analicen las consecuencias legales de las operaciones que realizan antes de involucrarse en ellas, lo cual no ha sido necesariamente la regla en el Perú. *AE*