

RELACIÓN ENTRE LOS AGENTES DE INTERMEDIACIÓN Y SUS CLIENTES CONFORME AL ARTÍCULO 173 DE LA LEY DEL MERCADO DE VALORES

(Comisión Mercantil: con o sin representación):
¿necesidad de precisión normativa?

EDUARDO CAMPODÓNICO FIGUEROA¹

Abogado
Profesor Asistente del curso Derecho del Mercado de
Valores en las Facultades de Derecho de la Universidad de
Lima y de la Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas

I. INTRODUCCIÓN.

Conforme al artículo 173 de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Legislativo N° 861 (en adelante "LMV"), "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".

La norma antes transcrita tiene como antecedente inmediato al artículo 140 de la anterior Ley del Mercado de Valores, D.L. N° 755, establecía lo siguiente: "las relaciones entre los agentes de intermediación y sus comitentes se rigen por las reglas de la comisión mercantil".

Conforme se aprecia, las dos normas antes transcritas son sustancialmente similares y no sólo debido a su redacción, sino porque ambas no precisan qué clase de comisión mercantil es a la que debemos remitirnos, pues, como se sabe, existen dos clases de comisión mercantil: la denominada comisión directa y la comisión indirecta.

Consideramos que esta falta de precisión en la LMV y su antecesora, si bien ha sido relativamente superada por la labor de los intérpretes del Derecho –incluso la propia Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), desde nuestra perspectiva, ha aclarado en cierta medida ante qué clase de comisión mercantil nos encontramos en las relaciones que surgen entre agentes de intermediación y clientes, básicamente a través de sus normas reglamentarias y vía la emisión de resoluciones para casos en particular–, consideramos que la falta de definición legislativa sobre la modalidad de comisión mercantil a la que alude el artículo 173 de la LMV, podría generar algunas controversias en la determinación de responsabilidades de las Sociedades Agentes de Bolsa peruanas, como consecuencia de su actuación en el mercado de valores. Efectivamente, debe advertirse que los agentes de

¹ El presente artículo refleja las opiniones estrictamente personales de su autor y no compromete en nada a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), institución en donde labora y desempeña el cargo de Analista de la Gerencia de Asesoría Jurídica.

intermediación, al menos en el Perú, realizan la mayor parte de sus operaciones en interés y con recursos de terceros, los cuales, no necesariamente se encuentran sujetos a cumplir límites patrimoniales necesarios que les permitan afrontar sus obligaciones en todo momento.

Dependerá de la comisión que se escoja, el generar la confianza en el mercado secundario de valores, fundamentalmente, pues, como se verá, sólo a través de una de las modalidades de comisión mercantil antes aludidas, es que es posible lograr la formación de mercados eficientes.

Por lo tanto, por medio del presente artículo, es nuestra intención brindar al legislador, al ente supervisor del mercado de valores o, a ambos, algunos alcances sobre la naturaleza de las relaciones jurídicas que surgen entre agentes de intermediación y sus clientes (principalmente las que se derivan del artículo 173 de la LMV), así como las consecuencias que la opción normativa correspondiente –decidir entre comisión indirecta o directa– podría generar.

II. ANÁLISIS PRELIMINAR SOBRE LAS FUNCIONES QUE REALIZAN LOS AGENTES DE INTERMEDIACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES.

Los agentes de intermediación, específicamente para el caso peruano Sociedades Agentes de Bolsa², tienen como función primordial servir de nexo entre demandantes y ofertantes de recursos o contratantes en busca de inversiones o liquidez en el mercado de valores. Su función elemental es la de mediar entre dos o más partes contratantes o contratar por interés de terceros lo que, como analizaremos más adelante con mayor detalle, permite reducir costos de transacción.

No obstante la labor elemental de los intermediarios descrita en el párrafo anterior, debemos mencionar que dicha actividad es tan sólo la fundamental u originaria de dichos agentes. En efecto, dada la creciente sofisticación alcanzada desde ya varias décadas en los mercados financieros, las funciones de los agentes de intermediación se han multiplicado. Así, la de servir de intermediarios en mecanismos centralizados de negociación o fuera de ellos es una labor que, conocida como "corretaje minorista", ni siquiera constituye, al menos en mercados desarrollados como Estados Unidos, Inglaterra o Japón, su principal fuente de ingresos en muchos de los casos. Entre otros factores, cabe mencionar que la tendencia a realizar actividades distintas al "corretaje minorista", también responde al hecho de que el mercado de valores es altamente cíclico en la economía, es decir que si bien puede generar grandes ingresos en determinado período, estos mismos –en el extremo– pueden servir para cubrir las pérdidas del siguiente (y siempre que los absorban) ante la eventual ocurrencia de los denominados "cracks" bursátiles.

Es por ello que los agentes de intermediación hoy en día –a cambio de valiosos derechos o comisiones– se encuentran capacitados para llevar actividades tales como la estructuración, promoción y distribución (incluido el aseguramiento con suscripción) de nuevos valores o productos para el mercado, asesoría permanente o esporádica en materia de inversiones a

2 Nos referimos en el presente artículo al momento de analizar la relación contractual que nos convoca, de manera exclusiva a las Sociedades Agentes de Bolsa en tanto que las Sociedades Intermediarias de Valores, reguladas también en el LMV y que también son consideradas agentes de intermediación por la misma norma legal, aún no existen en el mercado de valores peruano. Sin entrar en mucho detalle, diremos simplemente que tales sociedades no se han constituido dada el reducido tamaño de nuestro mercado. Del mismo modo, no se ha desarrollado un mercado extrabursátil digno de ser tomado en consideración, que es el segmento del mercado que, en teoría, se encontraría "reservado" para las Sociedades Intermediarias de Valores, si tenemos en cuenta que las Sociedades Agentes de Bolsa también pueden actuar en el mencionado mercado. No resulta eficiente, dado este contexto, constituir una Sociedad Intermediaria de Valores para operar en el incipiente mercado extrabursátil peruano, cuando la creación de una Sociedad Agente de Bolsa permite la actuación tanto en el mercado bursátil como extrabursátil.

sus clientes, préstamo de valores -tanto a sus clientes como a otros agentes-, administración y manejo de cartera de valores de terceros, participación en los mercados de futuros, incluso en actividades propias de los bancos comerciales. Asimismo, los agentes de intermediación reciben cuantiosas comisiones por la negociación y asesoría en fusiones, escisiones y adquisiciones de grandes corporaciones. Y todo lo anterior sin contar con los negocios financieros y no financieros que los intermediarios -al menos en Estados Unidos de donde tenemos noticia- a través de subsidiarias³.

Como se aprecia, la actividad de los agentes de intermediación fundamental (compra y venta de valores mobiliarios en mecanismos centralizados o fuera de ellos en interés de sus clientes) sólo constituye uno de los negocios que pueden realizar hoy en día. Y esto -al menos en el plano legislativo- también se presenta en nuestro país. En efecto, las Sociedades Agentes de Bolsa reguladas por la LMV se encuentran facultadas a realizar diversas actividades siendo la del "corretaje minorista" una de ellas. Basta con revisar el artículo 194 de la mencionada norma legal para advertir que el "... comprar y vender valores por cuenta de terceros y también por cuenta propia en los mecanismos centralizados o fuera de ellos ..." es sólo una de las funciones que las Sociedades Agentes de Bolsa pueden realizar en el mercado de valores.

Conforme al mismo artículo mencionado en el párrafo anterior, las sociedades en cuestión pueden prestar asesoría en materia de valores y operaciones en bolsa, colocar en el mercado nacional o internacional valores con o sin garantía parcial de su colocación⁴, promover el lanzamiento de valores públicos o privados, actuar como representante de los obligacionistas, prestar servicios de administración de cartera, administrar fondos mutuos y fondos de inversión, otorgar créditos para la adquisición de valores por sus comitentes, realizar operaciones de compra y venta de moneda extranjera, realizar préstamos de valores actuar en el mercado de opciones y futuros y demás derivados, entre las más importantes que podemos mencionar.

No obstante lo expuesto, en nuestro país la principal actividad de las Sociedades Agentes de Bolsa sigue siendo la intermediación propiamente dicha (corretaje minorista). Esto es debido al concepto de "banca múltiple" que se encuentra regulada en nuestro país a través de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros. Así, es común que todas las actividades de banca de inversión anteriormente referidas que los intermediarios también pueden realizar las practiquen en gran medida los bancos comerciales o "bancos múltiples".

Por lo anterior, al menos en teoría, las relaciones jurídicas que pueden surgir entre agentes de intermediación y sus clientes pueden ser de las más variadas. En este orden de ideas, por ejemplo, cuando un agente de intermediación presta asesoría en la estructuración de una emisión de valores mobiliarios -sea por oferta pública o privada- estaremos frente a un contrato de locación de servicios. Si es que además de ello -que, en mercados desarrollados es lo efectivamente ocurre- el intermediario se encarga de la distribución de los valores podríamos hablar de un contrato de corretaje. Del mismo modo, cuando el agente de intermediación sirve de representante de obligacionistas surge una relación de confianza entre el agente y los "representados", pudiendo hablar en este caso de un encargo fiduciario. Al poder administrar y disponer de fondos ajenos en beneficio de terceros surge, del mismo modo, una relación de confianza igualmente que -en nuestro concepto- calificaría como un contrato de

3 La información de los dos últimos párrafos no sólo existió en gran parte de PCNIR, Norman, *Broker-Dealer - Law and Regulation*, Aspen Law & Business, 1997.

4 La norma de la LMV señala -al igual que la ley del Sistema Financiero, del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Bancos y Seguros, Ley 26702- que la garantía que se puede brindar en este tipo de operaciones es la colocación. Sin embargo, dado la naturaleza de la operación que se pretende incluir en esta norma, según podemos advertir la operación de underwriting la garantía no consiste en la colocación de los valores sino en su suscripción y compra.

fideicomiso, aun cuando nuestra legislación guarde silencio en calificar este tipo de relación y en vez de denominar al encargado de "administrar" el fondo como fiduciario, lo llama sociedad administradora como si se tratase de una simple administración (nos referimos de manera puntual para el caso peruano a los fondos mutuos de inversión en valores y a los fondos de inversión).

Es por ello que cuando el artículo 173 de la LMV señala que las relaciones entre los agentes de intermediación y sus clientes -la norma de antemano señala "comitentes"- se rigen por las reglas de la comisión mercantil y por lo establecido en dicha ley, debe entenderse en el sentido que se refiere a aquellas que resulten aplicables, como en nuestro concepto, es el caso del artículo 194, literal a) de la misma norma, referido a la compra y venta de valores por cuenta ajena. Por tanto, aquellas otras relaciones jurídicas deberán analizarse atendiendo a la naturaleza del encargo encomendado a la Sociedad Agente de Bolsa. Consideramos, entonces, que el legislador al elaborar esta norma sólo tuvo en mente una sola actividad de las que el agente de intermediación puede realizar, inspirado tan sólo en aquella que en nuestro país realizaban hace diez o quince años de manera casi exclusiva, es decir, comprar y vender valores en rueda de bolsa, situación que se presentaba cuando nuestro mercado era aún menos desarrollado. El legislador -por razones que desconocemos- no consideró al momento de elaborar esta norma la variada gama de relaciones jurídicas que pueden surgir entre el agente y sus clientes, dada las múltiples actividades que la ley les permite realizar.

Sin embargo, siendo conscientes de nuestra realidad, el análisis del artículo 173 de la LMV se centrará en la relación que surge a raíz del desarrollo de la actividad "corretaje minorista", como la hemos calificado, es decir, compra y venta de valores -fundamentalmente en rueda de bolsa- por interés de terceros (sus clientes): comisión mercantil.

III. COMISIÓN MERCANTIL Y MANDATO. CARACTERÍSTICAS Y NATURALEZA JURÍDICA.

Haremos un brevísimo análisis sobre la naturaleza jurídica del contrato de comisión mercantil. En este orden de ideas, conforme al artículo 237° del Código de Comercio, se reputará comisión mercantil al mandato, cuando tenga por objeto un acto o una operación de comercio y sea comerciante o agente mediador de comercio, el comitente o comisionista.

La comisión mercantil, como se puede apreciar, no es más que un contrato de mandato, sólo que con características particulares frente a los demás mandatos del derecho común debido a las partes involucradas (al menos una de ellas debe ser comerciante) y a la naturaleza del negocio jurídico encargado (obligaciones mercantiles), es decir, elementos subjetivos y objetivos, respectivamente.

No obstante, existen dos elementos que son comunes al mandato y a la comisión mercantil en tanto figuras contractuales típicas. Ciertamente, de acuerdo al artículo 1790° del Código Civil, "por el mandato, el mandatario (comisionista) se obliga a realizar uno o más actos jurídicos, por cuenta y en interés del mandante (comitente)". La definición del Código Civil antes transcrita nos da una idea de la "esencia" -naturaleza- de este contrato, es decir, lo que lo caracteriza y distingue de los demás que prevé el ordenamiento jurídico. Incluso dentro de los del género "Prestación de Servicios" del Código Civil, que es donde se encuentra comprendido el contrato de mandato, no sólo por una arbitrariedad del legislador sino porque, precisamente, los contratos de dicho "género contractual" tienen elementos comunes entre sí (locación de servicios, contrato de obra, mandato, depósito y secuestro), cuales son, la prestación de un servicio a favor de la contraparte.

Tales elementos esenciales que son comunes entre mandato y comisión mercantil, a saber, son: (i) la realización de actos jurídicos por parte del mandatario o comisionista; y, (ii) que los mismos sean realizados por cuenta y en interés del mandante o comitente.

El mandato, pues, es un contrato que tiene por objeto la realización de actos jurídicos en interés de la contraparte. Aun cuando el objeto del mismo se encuentre claramente detallado en nuestra legislación (por lo que, en principio, no relevaría de mayor análisis), conviene reproducir lo que el connotado jurista italiano Francesco Messineo precisa sobre él. Según el autor, el contrato de mandato, como el denominado contrato de obra, pertenece al grupo de contratos que "... importa el desarrollo de una actividad (servicio) de cooperación, pero dirigida a la obtención de un resultado a favor de otra persona".⁵ Para el mismo autor, el contrato de mandato, es "... un contrato en virtud del cual un sujeto (mandatario) se obliga a un facere, o sea, llevar a cabo uno o más actos jurídicos patrimoniales (de ordinario, pero no necesariamente, negocios jurídicos) que implican actividad declarativa por cuenta de otro (mandante) (art. 1703); esto es, se obliga a prestar al mandante un servicio de contenido jurídico (el denominado negocio de gestión)".⁶

Existe, entonces, una prestación de hacer en interés de otro que debe ser cumplida por el mandatario o comisionista. Ese "hacer" está constituido por el denominado "negocio de gestión" que no es otra que un nuevo acto jurídico celebrado en forma personal por el mandatario o comisionista, pero cuyos efectos finales recaerán en el mandante o comitente. Se trata de una prestación de servicios, desde una visión generalísima.

Los elementos que distinguen al mandato y a la comisión mercantil son tan sólo, consecuentemente, las partes involucradas y el negocio que es objeto de encargo. Si una de las partes es comerciante o empresario y el negocio de gestión es un acto de comercio, el mandato se convierte en comisión mercantil. Pero el objeto de ambos contratos sigue siendo, en el fondo, el mismo: la realización de actos jurídicos en interés de la contraparte. Por ello es que a través del análisis de la naturaleza del mandato es que se puede advertir la de la comisión mercantil, sólo que, como vimos, con algunos matices especiales.

En este orden de ideas, la comisión mercantil –así como el mandato– tiene dos modalidades: la denominada indirecta y la directa. La primera se encuentra definida por el artículo 239º del Código de Comercio:

"Cuando el comisionista contrate en nombre propio, no tendrá la necesidad de declarar quién sea el comitente, y quedará obligado de un modo directo, como si el negocio fuese suyo con las personas con quienes contratare; las cuales no tendrán acción contra el comitente ni éste contra aquellas quedando a salvo siempre las que respectivamente correspondan al comitente y al comisionista entre sí"

Por su parte, el artículo 240º del mismo cuerpo de leyes, describe la denominada comisión directa de la siguiente manera:

"Si el comisionista contratare en nombre del comitente, deberá manifestarlo; y si el contrato fuera por escrito, expresarlo en el mismo o en la ante firma, declarando el nombre, apellido y domicilio de dicho comitente."

5. MESSINEO, Francesco. *Manual de Derecho Civil y Comercial. Ediciones Jurídicas Europa - América*. Buenos Aires. Tomo VI (Relaciones Obligatorias). Pág. 36 y 37.

6. MESSINEO, Francesco. *Op. Cit.* Pág. 37.

En el caso prescrito en el párrafo anterior, el contrato y las acciones derivadas del mismo producirán su efecto entre el comitente y la persona o personas que contrataren con el comisionista; pero quedará éste obligado con las personas con quienes contrató, mientras no pruebe la comisión, si el comitente la negare, sin perjuicio de la obligación y acciones respectivas entre el comitente y el comisionista”.

El elemento que distingue a las dos formas de comisión mercantil, como se advierte, es que en la primera quien contrata y se vincula de manera directa y exclusiva en el acto jurídico objeto de la comisión es el comisionista, siendo irrelevante la identidad o el conocimiento de la existencia de un comitente para perfeccionar el acto y su correspondiente validez. En el segundo, en cambio, es el comitente quien se vincula directamente con la contraparte del contrato objeto de la comisión, ya que el comisionista revela su nombre señalando que actúa por cuenta de él (pues tiene premunido un apoderamiento).

En nuestro concepto, la figura de la comisión indirecta –o la del mandato sin representación– permite la realización de actos o negocios jurídicos en los que el comitente tiene interés pero no desea o no puede participar como parte. Estas son las razones por las cuales es el comisionista quien celebra a nombre propio el negocio objeto de la comisión, asumiendo directamente los derechos y obligaciones correspondientes.

En concordancia con la figura de la comisión indirecta, el artículo 1809º del Código Civil señala lo que sigue sobre el mandato sin representación:

“El mandatario que actúa en nombre propio adquiere los derechos y asume las obligaciones derivadas de los actos que celebra en interés y por cuenta del mandante, aún cuando los terceros hayan tenido conocimiento del mandato”.

Por su parte, el artículo 1806º del Código Civil, refiriéndose al mandato con representación:

“Si el mandatario fuera representante por haber recibido poder para actuar en nombre del mandante, son también aplicables al mandato las normas del título III del Libro II. En este caso, el mandatario debe actuar en nombre del mandante.”

Como se aprecia, el Código Civil guarda en sus normas la misma lógica que el Código de Comercio en relación a la distinción de las dos modalidades de comisión mercantil. Pasaremos, ahora entonces, a demostrar la perfecta concordancia que existe entre la finalidad típica (finalidad concebida en la ley) de estos contratos y la conducta que despliegan los participantes en el mercado de valores como las Sociedades Agentes de Bolsa y sus clientes cuando éstos ordenan a aquéllas la compra o venta de valores mobiliarios en el mercado bursátil o extrabursátil.

Teniendo presente que la comisión mercantil es un contrato por el cual el comisionista realiza actos jurídicos mercantiles en interés del comitente, resulta claro, desde nuestra perspectiva, que cuando una Sociedad Agente de Bolsa compra o vende valores mobiliarios por orden de su cliente se celebra el mencionado contrato. Consideramos que no es necesario un arduo análisis –jurídico o de cualquier otra naturaleza– para poder advertir que al momento en que un cliente imparte una orden a su intermediario para que éste, por ejemplo, compre valores mobiliarios en rueda de bolsa, se configura una comisión mercantil. En efecto, la Sociedad Agente de Bolsa realizará un negocio jurídico (el negocio de gestión) como lo es la compraventa en rueda de bolsa, pero por cuenta e interés de su cliente, ya que éste no sólo es el que ha propiciado la realización del negocio sino que los valores adquiridos serán

posteriormente de propiedad de éste y se habrían utilizando los fondos suministrados por él mismo (aun cuando este último supuesto puede presentarse, en algunos casos, luego de producida la transacción bursátil, lo que, sin embargo, no desvirtúa la naturaleza del acto). El cliente, como veremos seguidamente, no puede participar en el acto jurídico objeto del encargo, pero, definitivamente tiene interés en su celebración, razón por la cual recurre al intermediario y le impone una orden. Se trata de un servicio remunerado para la Sociedad Agente de Bolsa a través del cobro de una comisión.

La no participación del cliente en el contrato objeto del mandato se debe, fundamentalmente, a que, por razones de regulación prudencial del mercado de valores, en los mecanismos centralizados de negociación sólo pueden contratar las Sociedades Agentes de Bolsa, debiendo, además, no revelar el nombre de su comitente. Es por ello que, en nuestra opinión, se presenta una comisión mercantil indirecta o un mandato sin representación, pues la Sociedad Agente de Bolsa realiza el negocio sin revelar si está actuando en interés propio o en interés de un tercero y, de darse este último caso, se encuentra impedida de revelar el nombre de su cliente por la reserva bursátil a la que se encuentra sujeta⁷.

Es, entonces, la conducta usual de los participantes antes mencionados la que nos permite identificar con facilidad a la comisión mercantil indirecta como el negocio jurídico que concluyen para satisfacer sus intereses patrimoniales. El acto de ordenar la realización de un negocio jurídico que hace el cliente (orden de compra o venta), la realización del mismo por cuenta del intermediario (compraventa en rueda de bolsa) y el hecho de que los efectos de este contrato recaigan en la esfera del primero (de él serán en última instancia los valores o el dinero), son los elementos abstractos de la definición del contrato plasmados en la realidad.

Pero, además, lo mencionado en el párrafo anterior debe ser así porque la figura de la comisión mercantil indirecta, como veremos a continuación, coadyuva a la verificación de determinados principios que inspiran la regulación del mercado de valores.

IV. RAZONES REGULATORIAS DEL MERCADO DE VALORES POR LAS CUALES LA COMISIÓN MERCANTIL INDIRECTA DEBE SER APLICABLE A LA RELACIÓN SAB-COMITENTE MATERIA DE CONSULTA.

4.1 Habiendo analizado las características de ambas formas de comisión mercantil y mandato previstas en nuestra legislación, consideramos que la comisión con representación así cualquier otra forma, figura, mecanismo o pacto contractual que pretenda vincular de manera directa a los inversionistas de los mecanismos centralizados de negociación, desvirtuaría el sistema técnico funcional de los mismos tal como se encuentran concebidos hoy en día, generando así la formación de mercados ineficientes.

Efectivamente, si los Intermediarios no tuvieran responsabilidad contractual alguna por el cumplimiento de las operaciones que concluyen en mecanismos centralizados de negociación (lo que ocurría, como es claro, de optarse por una comisión directa o mandato con representación), cada comitente necesitaría conocer la identidad de los posibles contrapartes para decidir con cuál celebrar finalmente un contrato, pues existirían diferentes riesgos que tendrían que ponderarse dependiendo de la identidad del comitente. Ello significaría, además, no sólo conocer a los potenciales contrapartes sino obtener información

⁷ Ver artículo 45 y siguientes de la LMFV, acerca del deber de reserva.

(principalmente económica financiera) acerca de todas ellas para poder evaluar sus posibilidades de cumplimiento. Evidentemente, esto elevaría en gran medida los costos de transacción⁸. El encarecimiento de la contratación implicaría, a su vez, la conclusión de menos contratos, lo que finalmente redundaría en una menor liquidez de los valores mobiliarios, que es evidentemente perjudicial para el mercado de valores primario como alternativa de financiamiento. Las emisiones, a la larga, no serían atractivas pues los inversionistas no podrían liquidar rápidamente sus "posiciones", como suele referirse en el argot bursátil, lo cual podría, eventualmente, ocasionarles pérdidas o cualquier otro efecto adverso.

- 4.2 Es por las consecuencias que se advierten a raíz de lo anteriormente expuesto, que al momento de legislar debe muy en cuenta la importancia de la regulación contractual dentro del ordenamiento jurídico a efectos de alcanzar la eficiencia en la asignación de recursos en una economía, finalidad esencial del mercado de valores, aunque no exclusiva de éste. En este orden de ideas, conviene recordar que el uso eficiente de los recursos, desde un punto de vista económico, implica que los mismos sean asignados a quien esté dispuesto a pagar más por ellos o a quien les pueda otorgar un mejor uso. Dicha eficiencia es deseable y meta fundamental de cualquier sociedad, pues ello implica que el beneficio social será mayor, dado que los recursos económicos son escasos. En efecto, más individuos se verán favorecidos (directa o indirectamente) de la explotación económica de los recursos escasos siempre que se les destine al mejor uso posible o si se permite que los adquiera quien esté dispuesto a pagar más por ellos. La eficiencia, así entendida, se traduce en la mejor opción para la sociedad, pues si bien no todas las personas verán satisfechas sus necesidades económicas, mientras más se puedan satisfacer, precisamente vía dicho uso eficiente, sin duda la sociedad se encontrará en los niveles más óptimos posibles en cuanto a asignación de recursos se refiere.

Así, existiendo derechos de propiedad previamente asignados, reconocidos y debidamente protegidos por el orden establecido, la asignación eficiente se logrará, lentamente, a través de una constante repetición de intercambios (jurídicamente hablando contratos). Sin intercambios, los recursos no podrán dirigirse hacia sus usos más eficientes. Este resultado se alcanzaría, entonces, progresivamente. No obstante, como quiera que la asignación eficiente de los recursos escasos sólo se lograría a cabalidad en condiciones teóricas y siempre que existan mercados de competencia perfecta (lo que definiremos más adelante), es que se produce la regulación normativa de la actividad económica. Ciertamente, la existencia de costos de transacción, asimetrías informativas, entre otros factores, hacen imposible que la asignación eficiente de los recursos vía el mero intercambio de los mismos se produzca sin que sea necesaria la intervención de la sociedad organizada (Estado) vía la emisión de reglas abstractas (leyes). Ello sería así porque, precisamente, tales costos o asimetrías (distorsiones) no permitirían a los agentes económicos advertir con claridad si las asignaciones de recursos que realizan o dejan de realizar satisfacen verdaderamente sus expectativas.

Dada esta realidad, es que las normas relativas a la actividad económica que emite el Estado deben procurar la mayor cantidad de asignaciones eficientes que sean posibles. No basta, sin embargo, la mera regulación, pues pueden presentarse supuestos en los cuales un mercado regulado sea más ineficiente si es que no lo está, ya que, precisamente, a raíz

8 ¿Qué son costos de transacción? Son simple como que contratar cuesta. Estos costos incluyen los costos de identificación de los partes, reunirse con los mismos, los costos de la negociación en sí, así como los costos de lo puesto en práctica de cualquier acuerdo al que se llegue y los costos de la obtención de información necesaria. Son, pues, los costos de celebrar un contrato, los cuales si son muy altos pueden evitar que se perfeccione el acuerdo o que éste se ejecute ineficientemente.

de dicha regulación mal concebida los costos de transacción, las asimetrías informativas y/o la inseguridad jurídica, entre otros factores, pueden verse acentuadas.

- 4.3 Uno de los mecanismos más eficaces que puede utilizar el Estado para coadyuvar a la verificación de la mayor cantidad de asignaciones eficientes de recursos en la economía es a través de la promulgación de normas jurídicas que tiendan, principalmente, a reducir costos de transacción. Asimismo, a través de normas que corrijan –o al menos atenúen– asimetrías informativas, que sancionen actividades que atenten contra la libre competencia o que generen incentivos adecuados para la realización de prácticas de buena conducta y transparencia, entre otras.

Como resulta obvio, este tipo de normas son las que deben encontrarse presentes en la regulación del mercado de valores, pues sólo así el ahorro se canalizará de manera eficiente a la inversión productiva más rentable y segura⁹. Dicha canalización eficiente implica, además, que las transacciones deban realizarse a bajos costos y que los mecanismos de ejecución –ante eventuales incumplimientos– sean ágiles y expeditivos.

Siendo así las cosas, es claro que un sistema contractual que establezca la aplicación de la comisión mercantil directa o mandato con representación a la relación jurídica que es materia de consulta, ante el encarecimiento de los costos de transacción y la consecuente realización de menos operaciones, no estaría coadyuvando a la configuración de asignaciones eficientes de recursos –fin esencial de toda sociedad– sino todo lo contrario. Como se afirmó, los costos se elevarían por el simple hecho de que los inversionistas tendrían que adquirir información sobre la contraparte a efectos de contratar, así como premunirse de garantías adecuadas, etc. Las transacciones en los mecanismos centralizados se tomarían en inseguras y carentes de información adecuada.

Un sistema de contratación bursátil regido en la relación Sociedad Agente de Bolsa-comitente por las reglas de la comisión mercantil directa o con representación, generaría que deba tenerse presente el riesgo de contraparte a efectos de contratar en los mecanismos centralizados de negociación, lo que implicaría no sólo desconocer sino alterar la esencia misma del funcionamiento de los mismos, en los cuales, el inversionista sólo evalúa el riesgo del mercado¹⁰ cuando contrata, deseando, además, una pronta y segura liquidación de sus operaciones. Al inversionista no le interesa contratar con alguna persona en particular, precisamente porque la desconoce. Sólo le interesa contratar con “el mercado” a través de su Sociedad Agente de Bolsa, ya que ésta, a su vez contratará con otra, que, en condiciones razonables, se encontrará capacitada para cumplir todas las obligaciones que asume.

En este orden de ideas, si el inversionista quisiera asumir riesgo de contraparte, simplemente contrataría extrabursáilmente y sin presencia de intermediario alguno. Precisamente contrata en rueda de bolsa, por ejemplo, para despreocuparse de una serie de riesgos y reducir el análisis correspondiente –así como los costos– al momento de tomar una decisión de inversión. De allí la importancia que la contratación responda efectivamente a la naturaleza de las cosas y a la finalidad financiera de las operaciones. La dación o

⁹ Cuando señalamos inversión más “rentable y segura” nos referimos a que el dinero debe condicionar, preferentemente, a aquellas inversiones que contengan una adecuada combinación de riesgo y rentabilidad. Si bien si se invierte en un proyecto muy riesgoso, el rendimiento esperado debe estar acorde con dicho nivel de riesgo. Las asignaciones ineficientes, entonces, no se producen necesariamente cuando los recursos se destinan a proyectos con alto riesgo de pérdida, sino cuando se destinan a los mismos sin estar informados acerca de todas las posibles contingencias. La eficiencia, en este orden de ideas, consiste en asignar los recursos a proyectos que, teniendo similar nivel de riesgo, ofrecen mayor rentabilidad.

¹⁰ Riesgo de que el precio de los valores descienda del nivel esperado.

interpretación de una norma contractual en forma errada podría, por sí sola, generar mayores distorsiones en el mercado, cuando, contrariamente, el objetivo esencial de las normas jurídicas es, como vimos, corregir las distorsiones naturales que la realidad presenta para lograr asignaciones eficientes de recursos.

Por otro lado, desde el punto de vista legal, no cabe interpretar como una comisión con representación u otra forma que vincule de manera directa a los comitentes en mecanismos centralizados, a la relación entre el agente de intermediación y su cliente, porque existiría una contradicción insuperable entre la figura de la representación (que exige al representante dar a conocer el nombre de su representado, de acuerdo con lo señalado en el artículo 240° del Código de Comercio) y el deber de reserva (que prohíbe a los intermediarios divulgar el nombre de sus comitentes, como lo prescribe el artículo 45° de la Ley del Mercado de Valores). Tal contradicción resulta más evidente aún, cuando se concuerda con el tema operativo anteriormente señalado. Se había indicado 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.

Es preciso indicar que la necesidad de información que tendría el comitente en caso se pretendiera afirmar que su relación con el intermediario es una comisión con representación, no resultaría cubierta por la obligación de la Sociedad Agente de Bolsa de verificar la existencia de los valores o recursos a que se contrae la operación, conforme lo prescribe el literal f) del artículo 195 de la LMV. Ello porque su incumplimiento no acarreará responsabilidad contractual por parte del intermediario frente al comitente perjudicado. El incumplimiento de esta norma sólo traería como consecuencia responsabilidad de orden administrativo.

Por lo demás, esta norma sería inaplicable a ciertas operaciones en las que, por su naturaleza, los recursos necesarios para su cumplimiento no existen al momento de su celebración. Por ejemplo, en la operación de reporte, es claro que al momento de celebrarse la primera liquidación, el reportado no cuenta con el dinero necesario para cumplir con la segunda y es precisamente esta carencia de liquidez lo que le motiva a realizar la operación de reporte. No es razonable exigir al intermediario que verifique —al momento de celebrar la operación de reporte— que su cliente, el reportado, contará con los recursos al momento del vencimiento de la operación, puesto que se entiende que quien realiza una operación de reporte en calidad de reportado es justamente una persona que no cuenta con liquidez. Este mismo razonamiento —aunque ya no para el caso del dinero sino de los valores— también es aplicable para el caso de las ventas descubiertas y los préstamos de los valores. En consecuencia, la norma del artículo 195 literal f) de la LMV resultaría inaplicable precisamente en los casos en los que los incumplimientos generan mayores perjuicios para las partes, esto es, en las operaciones en las que una de las prestaciones debe ejecutarse a plazo.

- 4.4 En contraposición con lo expuesto, en la comisión mercantil indirecta o mandato sin representación, en cambio, la Sociedad Agente de Bolsa actúa en el mecanismo centralizado de negociación, realizando a nombre propio el negocio jurídico objeto de la comisión. Esto permite, en primer lugar, cumplir con el principio de concentración de operaciones en mecanismos centralizados de negociación, es decir, que sean sólo los intermediarios autorizados y supervisados por el Estado quienes efectivamente contraten,

Lo anterior no sólo guarda perfecta concordancia con el artículo 117 de la LMV, el cual define a la rueda de bolsa como aquel mecanismo centralizado donde las sociedades agentes realizan transacciones con valores mobiliarios, sino también que es de suma importancia por lo que señalaremos a continuación.

El hecho de que sean sólo las Sociedades Agentes de Bolsa quienes contraten en mecanismos centralizados de negociación y, por tanto, sean ellas las que asuman la totalidad de las responsabilidades surgidas de las operaciones, tiende a disminuir costos de transacción y genera los incentivos necesarios para internalizar las externalidades¹¹ negativas que las Sociedades Agente de Bolsa pueden generar a través de su participación en el mercado, lo cual, a la larga, genera mayores asignaciones eficientes de recursos.

En efecto, como ya se ha mencionado, adquirir información acerca de la solvencia de la contraparte, premunirse de garantías en caso de incumplimientos, formalizarlas y ejecutarlas, encarece la contratación. El inversionista que desee comprar o vender valores, no sólo estaría en busca de un precio "justo" (que de por sí implica costos) sino de una contraparte solvente a efectos del cumplimiento de las obligaciones y de constituir las garantías que considere adecuadas a fin de cubrirse ante cualquier eventualidad. Sin duda la búsqueda de información concerniente al potencial comprador o vendedor y la constitución de garantías adecuadas tiene un costo adicional elevadísimo. Es por ello que afirmamos que estas prácticas harían encarecer la contratación bursátil enormemente.

Pero bajo la figura de la comisión indirecta o mandato sin representación, aun cuando el cliente no cumpla con su obligación de proveer los recursos necesarios para el cumplimiento de las operaciones, es el Intermediario –dada la forma jurídica de su relación con su comitente– quien se encuentra comprometido a cumplir la prestación en rueda de bolsa. Esta es la razón fundamental por la que se le exige al Intermediario contar con niveles mínimos de liquidez y solvencia para poder actuar en calidad de tal en el mercado de valores.

Este nivel mínimo de solvencia supervisada por el Estado, si bien no asegura que el Intermediario en todos los casos cumplirá con sus obligaciones, permite asumir razonablemente que lo hará, por lo que los participantes del mercado pueden contratar indistintamente con cualquier Intermediario atendiendo exclusivamente al factor precio, el mismo que –por lo tanto– se forma de manera objetiva y transparente. Se demuestra así, entonces, que la figura de la comisión indirecta o el mandato sin representación permite reducir notablemente costos de transacción.

Adicionalmente, es preciso advertir la racionalidad del principio "Conoce a tu cliente" que debe regir la actividad de los agentes de intermediación conforme a los *Objectives and Principles of the Securities Regulation* –documento publicado por la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) en septiembre de 1998–. En virtud a este principio, los intermediarios en el mercado de valores se encuentran obligados a obtener información acerca de sus comitentes para poder brindarles un servicio adecuado a sus necesidades,

11 Las externalidades pueden ser definidas como aquellos costos o el precio generado por un elemento distinto al mercado mismo. También se afirma que son costos no controlados por los agentes económicos. En este sentido, es claro que la presencia de externalidades distorsiona la asignación eficiente de recursos. Por ello, es necesario su internalización, es decir, aquel sujeto que los introduce en la sociedad debe asumir el costo de aquéllas. Sin duda, una regla como la anterior genera mayores resultados eficientes pues los agentes económicos no vinculados a dichos costos "externos", en vez de utilizar sus recursos para "correr" tales actividades (las cuales no pueden controlar y en muchos casos, asumir precisamente por ser ajeno a ellas), los emplearán para satisfacer sus propias necesidades. Por tanto, sólo aquellos cuyos externalidades les reportan beneficios directos deben "correrlos". Quienes desajustan una actividad económica y no asumen el costo de sus externalidades (internalización), bien deben ser sancionados o incentivados para que las internalicen.

expectativas, horizonte de inversión, etc. Este mismo principio se encuentra precisado en el literal e) del artículo 3 del Reglamento de Agentes de Intermediación, aprobado por Resolución CONASEV N° 843-97-EF/94.10, cuyos alcances se enuncian en la Exposición de Motivos de la misma norma:

"Contar con información sobre la situación financiera de sus clientes, su experiencia en inversiones y objetivos de inversión, relacionada con los servicios que brinde"

En tal sentido, es el intermediario, en virtud del conocimiento de su cliente, dada la asesoría que le presta así como debido al conocimiento de sus negocios, quien se encuentra en la mejor posición para conocer la capacidad económica financiera del mismo a fin de cumplir con los compromisos asumidos en su interés. La eventual "contraparte" (inversionista) no tiene la posibilidad de realizar una evaluación completa para decidir si contrata o no con determinada persona. No resulta razonable que el incumplimiento del cliente sea asumido por la contraparte o por el Fondo de Liquidación de la Bolsa de Valores correspondiente (si es que se encontrase operativo) en lugar de serlo el Intermediario que le permitió realizar la operación en el mercado de valores. De ser así se estaría generando una externalidad en perjuicio de otras personas que no tienen la posibilidad de decidir si contratan con determinada comitente o no.

Conviene destacar que la regulación normativa de la actividad económica permitirá alcanzar, junto a otros factores, resultados eficientes en la asignación de recursos siempre que distribuya los riesgos o responsabilidades que surjan de determinado contrato a la parte que esté en mejor posibilidad de dominarlos. Teniendo esto presente, los agentes económicos tendrán incentivos suficientes para el uso prudente y eficiente de los recursos. Y esto, precisamente, ocurre en el caso de las Sociedades Agentes de Bolsa y sus clientes, cuando la relación califica como comisión sin representación.

En efecto, al hacer reposar la responsabilidad de la contratación bursátil de manera exclusiva en los intermediarios, éstos pondrán mayor cuidado al momento de "representar" a sus clientes en los mecanismos centralizados. A la larga, los Sociedades Agentes de Bolsa actuarán mayoritariamente en interés de personas solventes, es decir, capaces de cumplir sus compromisos contractuales. Aun cuando alguien pudiera afirmar que se estaría generando una especie de barrera de acceso hacia el mercado de valores, los beneficios en su conjunto serán mayores para la sociedad pues las transacciones se concretarán con mayor seguridad. De otro lado, se incentiva adecuadamente a cumplir con estándares mínimos de transparencia ya que quien pretenda intervenir en el mercado de valores deberá acreditar capacidad económica financiera e inspirar confianza a su intermediario. Esta actitud genera mayores beneficios para los participantes del mercado que el pretender vincular a los inversionistas de manera exclusiva o compartida con el agente de intermediación, pues aquéllos sólo tendrán que acreditar solvencia sólo ante éste y no frente al mercado en su conjunto (lo que hace que, en definitiva, los costos de revelación de información sean muchos menores para la sociedad en su conjunto).

Esta responsabilidad exclusiva (que sólo es posible a través del mandato sin representación o comisión mercantil indirecto) permite internalizar las evidentes externalidades que podría originar la Sociedad Agente de Bolsa al actuar en interés de clientes que no puedan cumplir con sus obligaciones, pues sólo es responsabilidad de aquélla que tales clientes "ingresen" al mercado.

Es por ello que tienen sentido los límites operacionales impuestos a los agentes de intermediación, tales como el Límite por Actividad y el Indicador de Liquidez y Solvencia para el caso de los intermediarios peruanos. En efecto, la razón de la imposición de tales límites es el presupuesto de que debe existir una proporción prudente entre el patrimonio de los intermediarios y el riesgo que éstos asumen. Si se concluye que los intermediarios no son responsables por el cumplimiento de los contratos que realizan por cuenta ajena, no existiría para ellos ningún riesgo derivado de los mismos y, en consecuencia, no deberían computarse tales operaciones para los efectos de los límites antes indicados.

Téngase presente además que dichas normas de adecuación de capital impuestas por nuestra legislación se inspiran en los Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores antes mencionados aprobados por la IOSCO. Así, el principio N° 22 señala que a través de la regulación:

"Se fijarán requisitos de capital mínimo inicial y requerimientos de recursos propios mínimos acordes con los riesgos asumidos de manera continua, así como otros requisitos prudenciales para los intermediarios que actúen en el mercado".

El desarrollo de este principio (adecuación del capital de los intermediarios) en el mismo documento preparado por la IOSCO señala, además, que:

"La protección de los inversores y la estabilidad de los sistemas financieros se realizan con una supervisión adecuada de las normas sobre requerimientos de capital o recursos propios mínimos exigibles.

Las normas sobre adecuación de capital promueven la confianza en los mercados financieros y deberían estar diseñadas para que una entidad absorba pérdidas, especialmente en el supuesto de grandes oscilaciones adversas en el mercado, y para lograr un entorno en el que una entidad de valores pueda liquidar su negocio en un periodo relativamente corto sin pérdida para los clientes o los clientes de otras entidades, y sin distorsionar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros. (...)

Toda entidad de valores deberá asegurar que mantiene los recursos suficientes para cumplir sus compromisos empresariales y soportar los riesgos a los que esté expuesto su negocio, (...)

El análisis de suficiencia de capital deberá atender a los riesgos a los que se enfrentan las entidades de valores, teniendo en cuenta la naturaleza de sus actividades y el volumen de sus negocios".

Como se aprecia, la regulación prudencial de los patrimonios de los intermediarios es tarea fundamental de la normatividad y del órgano regulador del mercado de valores. Y esto cobra mayor sentido por el simple hecho de que los intermediarios asumen permanentemente responsabilidades en interés de terceros. De lo contrario, como se dijo, si fueran meros canalizadores de órdenes de terceras personas que se vinculan entre sí, dichas normas no tendrían razón de ser (que, por lo demás, son de orden internacional). Carecería de lógica que la IOSCO recomiende regular el monto y la calidad del patrimonio de los intermediarios si simplemente se encontrara en peligro de pérdida el de sus accionistas. Precisamente, por encontrarse terceros comprometidos (incluso ajenos a él, como se desprende de la recomendación de la IOSCO cuando habla de los clientes de otros intermediarios) es que se imponen normas que delimitan su actuación.

La confianza en el mercado de valores y la protección al inversionista no se logra de mejor manera atribuyendo responsabilidades o distribuyendo riesgos a cuantas personas sean

posibles. Esto, a la larga, sólo genera mayores distorsiones e ineficiencias. No guarda coherencia con la eficiencia de los mercados de valores el afirmar que como quiera que el inversionista tiene más centros de imputación jurídica para atribuir responsabilidad (por ejemplo, el intermediario y su cliente), como se ha mencionado en alguna oportunidad, se le protege de mejor manera. Como se aprecia del documento de la IOSCO, la protección al inversionista –al menos en el ámbito de la regulación de los intermediarios– se logra cuando existen normas que exijan a los agentes de intermediación que, en todo momento, puedan encontrarse en capacidad de asumir sus responsabilidades, estableciendo límites a sus operaciones, ponderando por riesgo sus activos, entre otros factores.

Al inversionista, en definitiva, y como ya se mencionó, cuando acude a un mecanismo centralizado poco le importa el riesgo de la contraparte; sólo le interesa el riesgo de mercado y sólo confiará en un mecanismo centralizado (y en el mercado de valores en general) siempre que los intermediarios que en él participan se encuentren capacitados para cumplir con sus obligaciones. De qué le puede ser de utilidad a un inversionista saber que podrá recurrir contra todos los demás inversionistas, valga la redundancia, que se obligaron a proporcionarle el dinero o los valores por la operación que realizó cuando sabe que para ello será necesario recurrir al Poder Judicial, el cual, máxime en un país como el nuestro, toma tiempo en expresar sus decisiones, las mismas que, además, no van a guardar necesariamente uniformidad entre ellas, generando aún mayores costos e ineficiencias. Es muy fácil advertir, entonces, que la vinculación contractual entre los clientes de las Sociedades Agentes de Bolsa no genera beneficio directo alguno para aquéllos ni brinda “per se” mayor seguridad a la liquidación de las transacciones. Dicha vinculación, en suma, no contribuye al aumento de mayores asignaciones eficientes de recursos, no incentiva conductas que persigan tales resultados ni elimina distorsiones o riesgos, a diferencia de considerar tan sólo a los intermediarios como únicos obligados en las operaciones como se ha podido apreciar.

Asimismo, en este punto conviene señalar que aun cuando se pretenda establecer una figura contractual en la relación Sociedades Agentes de Bolsa-cliente que haga responsables a ambos por las operaciones pactadas en rueda de bolsa, como alguna vez una institución vinculada al mercado de valores propuso, no se generaría a la larga resultado eficiente alguno, sino, por el contrario, es posible que se produzcan, igualmente, asignaciones ineficientes de recursos. Ciertamente, si el intermediario con responsabilidad compartida con su cliente, por ejemplo, se encuentra en una situación próxima a la insolvencia no tendrá reparo alguno en “representar” intereses sumamente riesgosos pero con altos rendimientos. Efectivamente, arriesgará más de lo debido importándole únicamente los cuantiosos beneficios que la operación propuesta por su comitente le pueda reportar y no los riesgos que la actuación del mismo pueda causar en el mercado, pues como quiera que su patrimonio ya es muy reducido, lo razonable resultaría que la contraparte perjudicada no iniciará acciones contra él sino contra el comitente.

El intermediario, así, en caso se incumpla la operación, no habrá perdido patrimonio alguno pero habría tenido la posibilidad de cobrar una rentable comisión. Sin embargo, existiría un inversionista perjudicado por esa falta de diligencia (ya que, como se deduce, no tiene incentivos para actuar de tal manera). Se aprecia, pues, que en tales casos el intermediario no tendrá motivación alguna para internalizar las externalidades que podría causar su actuación en el mercado.

En cambio, si su responsabilidad es exclusiva, aun cuando su situación patrimonial sea crítica, el intermediario sabrá que el inversionista perjudicado siempre se dirigirá contra él y su

patrimonio puede verse aún más comprometido. El intermediario, al saber que puede perder más, no canalizará la orden del inversionista poco solvente pero que le ofrece alta rentabilidad, sin que éste haya constituido las garantías del caso o haya acreditado capacidad para cumplir con sus obligaciones en el plazo estipulado.

De allí podemos concluir que la responsabilidad compartida no es más beneficiosa que la regulación prudente de la situación patrimonial del intermediario a efectos de que sean de su exclusiva responsabilidad las consecuencias de las operaciones que pacta tanto en nombre propio como en interés de terceros.

- 3.5 Sin perjuicio de lo anteriormente expuesto, también existe otra finalidad esencial de la regulación del mercado de valores que puede verse cumplida al regular la relación jurídica materia de análisis como una comisión mercantil indirecta o mandato sin representación. Este es el caso de la objetiva formación de precios que debe regir a la contratación en el mercado de valores. No sólo es importante, como se vio, contar con intermediarios solventes sino también con precios objetivamente formados. ¿Por qué es tan importante este principio? Lo explicaremos a continuación.

La eficiencia¹² de los mercados de valores se inspira en la adopción de un modelo de competencia perfecta. Así:

"El modelo de competencia perfecta es uno de los modelos de mercado más importantes y está constituido sobre la base de una serie de supuestos simplificados que permiten analizar los problemas más complejos que se puedan dar en la realidad. Se debe tener en cuenta el término "competencia perfecta, el cual alude al grado máximo de competencia que puede ocurrir (...).

Los supuestos sobre los que se basa el modelo son los siguientes:

- 1) Existe un "alto" número de empresas que hace posible que ninguna de ellas pueda alterar individualmente el precio el cual está fijado por el mercado en su conjunto. (Al decir que el mercado es atomístico, se hace referencia a este supuesto).
- 2) El producto es homogéneo; es decir, el producto de una empresa es idéntico al que producen las demás.
- 3) Hay libertad de entrada y salida de empresas al mercado (no existen barreras para la entrada).
- 4) Existe movilidad perfecta de los factores de producción.
- 5) La información es completa tanto para los consumidores como para los productores.
- 6) Los consumidores no tienen el poder de influir sobre el precio."¹³

No obstante, la configuración en la realidad de un mercado de competencia perfecta (o un mercado altamente competitivo como también se le suele denominar) es sumamente complicada. Ello en la medida que en la vida real existen un sinnúmero de distorsiones tales como los costos de transacción, asimetrías informativas, existencia de monopolios "naturales",

12. A decir de Andrés S. Suárez Suárez, un mercado de valores es "eficiente" cuando la competencia entre distintos agentes (inversores) que intervienen en el mismo, guiados por el principio del máximo beneficio, conduce a una situación de equilibrio en la que en todo momento el precio de cualquier activo financiero constituye una buena estimación de su valor "intrínseco". En tal sentido, sigue señalando que la "teoría del mercado eficiente", utilizando una metodología de tipo estadístico y econométrico fundamentalmente, trata de comprobar si los precios que rigen en el mercado descuentan automáticamente toda la información que afecta al valor intrínseco de los títulos. En *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*, Ediciones Pirámide, S.A. - Madrid, 1988. Págs. 424 y 425.

13. Ikeda, Fuku. *Teoría Económica*. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico, Lima, 1981. Pág. 309.

entre otros factores, que hacen imposible que en cualquier mercado se presenten en toda su dimensión los presupuestos que la teoría económica ha definido como los caracterizadores de la competencia perfecta.

Sin embargo, es claro que hay algunos mercados más competitivos que otros de manera "natural", es decir, existen determinados mercados que sin necesidad de regulación estatal alguna cuentan con muchas de las características del modelo de la competencia perfecta. Pero uno de los menos competitivos es, precisamente, el mercado de valores dada su alta sofisticación. De allí la necesidad fundamental de que el Estado expida normas que permitan generar las mayores condiciones posibles de competencia. Y esto, ¿por qué es beneficioso?

En razón a que en un mercado de competencia perfecta es posible alcanzar la mayor cantidad de asignaciones eficientes posibles. Es decir, sólo bajo un mercado de competencia perfecta, los recursos escasos pueden ser aprovechados de la mejor manera posible. En consecuencia, el bienestar social es mayor. Ello se debe a que en la competencia perfecta, los agentes económicos están en capacidad de adoptar decisiones económicas enteramente racionales, vale decir, que surjan de una completa evaluación y ponderación de los perjuicios y/o beneficios que pueden generar sus decisiones (pues los costos de transacción son cero o muy bajos, la información es completa, los precios son el mero reflejo de las "fuerzas" de la oferta y la demanda, lo que hace que se paguen precios "justos", etc.). Por tanto, las normas que regulan al mercado de valores deben propender a hacer de él uno cada vez más competitivo.

Así, siguiendo los presupuestos del modelo de mercado bajo análisis, como quiera que ninguno de los participantes del mercado puede influir por sí mismo en el precio, las normas sobre mercados de valores sancionan su manipulación y fijación artificial. Asimismo, dado que la información debe ser completa y estar al alcance de todos, se imponen obligaciones para que la misma sea difundida al público en general y de manera suficiente, oportuna y veraz. También se sanciona a quienes hagan un mal uso de tal información (información privilegiada).

Del mismo modo, en condiciones de competencia perfecta, los precios de los bienes transados se forman de manera objetiva, es decir, no en función a la conducta o a la identidad de determinados compradores o vendedores sino tan sólo en base a la información existente en el mercado sobre el producto o bien que en él se negocia.

Sin embargo, dado lo poco competitivo del mercado de valores es muy complicado que dicha formación objetiva pueda concretarse en toda su dimensión. Aun en los mercados de valores más eficientes a lo largo del mundo (como el de Estados Unidos, Japón o el Reino Unido) los precios responden también en alguna medida a la conducta de un determinado grupo de compradores o vendedores, dado que la información no es del todo completa o, aun siendo la más completa posible, toda la que hay no está disponible a bajos costos. En mercados emergentes -como el peruano- la situación se agrava aún más debido a la poca participación de los empresas en calidad de emisores y al reducido número de inversionistas. En mercados como éstos, es difícil lograr una formación objetiva de precios pues cualquiera de los participantes más importantes (Administradoras de Fondos de Pensiones, Fondos Mutuos, Compañías de Seguros, por ejemplo) podría modificarlo o fijarlo de acuerdo a sus intereses. Del mismo modo, dada la escasa información proporcionada por los emisores y el alto costo de su obtención, es posible que en muchos casos, una buena parte de los medianos o pequeños inversionistas se guíen en

sus decisiones por la conducta de uno o un pequeño grupo de inversionistas institucionales, formándose así precios "subjetivos"¹⁴.

¿Cómo lograr, entonces, una aproximación al presupuesto de la competencia perfecta bajo comentario -objetiva formación de precios- a través de la regulación del mercado de valores? Disponiendo el deber de reserva a algunos de sus participantes y a determinadas instituciones, esto es, establecer una prohibición para revelar los nombres de los que participan en las transacciones con valores. Este deber, en nuestra legislación está regulado por el artículo 45º de la Ley del Mercado de Valores y no es de naturaleza absoluta. Es decir, la norma no puede ordenar a los intermediarios, por ejemplo, no revelar el nombre de sus comitentes a ninguna persona o entidad, pues de ser así, por ejemplo, no podría completarse el sistema de compensación y liquidación a efectos de atribuir titularidades sobre los valores mobiliarios transados tanto dentro como fuera de rueda de bolsa. Es evidente que los intermediarios tendrán que revelar el nombre de sus clientes a la institución de compensación y liquidación de valores correspondiente; sin embargo, no podrán realizarlo a terceros que no se encuentren bajo el mismo deber de reserva (por ejemplo, el inversionista de la contraparte en la operación bursátil o a sus demás clientes).

Expuestas así las cosas, es claro que la figura contractual que permite cumplir junto a otros factores con el principio de la objetiva formación de precios es la comisión mercantil indirecta o sin representación, pues el intermediario no divulga el nombre de su cliente cuando contrata. Y esto ocurre precisamente porque la relación contractual con su cliente así se lo impone, es decir, es el comisionista para todos los efectos del contrato de gestión el que se vincula con terceros, no teniendo por qué relevar el nombre del mandante. Si optáramos por una comisión mercantil directa o con representación (o cualquier otro modelo que suponga representación o vinculación directa entre comitentes) se produciría una contradicción legislativa entre el Código de Comercio y la LMV, supuesto que debe evitarse en cualquier ordenamiento jurídico, pues mientras más armonioso y concordado sea éste, la confianza de los agentes económicos aumentará.

Esta, pues, constituye una razón adicional por la cual debe adoptarse en la legislación relativa al mercado de valores, la comisión mercantil indirecta o sin representación como la relación jurídica que vincula a una Sociedad Agente de Bolsa y su cliente en las operaciones de compraventa de valores en mecanismos centralizados de negociación.

- 3.6 De otro lado, no queremos dejar de mencionar, para que no quede duda al respecto, que la figura de la comisión indirecta o sin representación encuadra y permite explicar incluso las operaciones cruzadas que se desarrollan en rueda de bolsa. En efecto, el acto jurídico cuya conclusión se le encarga a las sociedades agentes de bolsa como consecuencia de la comisión es una compraventa bursátil. En este acto jurídico puede ocurrir y de hecho

14 Consideramos necesario aducir el siguiente aspecto. La participación de los inversionistas institucionales en el mercado de valores es de vital importancia, no sólo por el hecho de contar con nombres consistentes de recursos líquidos cuyo objetivo final será la inversión en valores mobiliarios, lo que, en definitiva, permite obtener financiamiento a las empresas, sino también por su papel en la formación de precios a través del estudio (de manera profesional) de la información que es revelada al mercado por las empresas. Se afirma, entonces, que estos inversionistas son los más calificados para poseer la información relativa a los proyectos que requieren ser financiados, dando su profesionalidad en el ámbito de los valores. Se forman así precios "justos" que favorecen al mercado en general. Así, los inversionistas no profesionales, que no cuentan con los medios o recursos para procesar la información y así evaluar correctamente su inversión en todos los casos, se "aprovechan" de los análisis profesionales adquiriendo así valores a precios bastante razonables. Sin embargo, la existencia de dicha realidad no debe conducir a hacernos pensar que el mercado de valores debe funcionar en base a la conducta de los inversionistas institucionales. Precisamente, el hecho de que tales inversionistas tengan conocimiento que lo mercado de valores debe funcionar en base a la conducta de otras personas, genera un incentivo adicional para procesar la información de la manera más objetiva posible (el incentivo primario es cuidar el portafolio de inversiones con el que cuentan). Por tanto, si bien el "free riding" de los inversionistas no profesionales es común en el mercado de valores (es decir, seguir las tendencias de las instituciones tanto en la tendencia de decisiones de inversión como en el precio que se paga), ello no significa que la regulación busque, en todo momento, la formación de precios objetivos, pues, en definitiva, los precios reflejan de mejor manera el valor de los valores, si es que todos cuentan con la posibilidad de acceder a la información. El mercado de valores, así, se asemeja más a uno donde exista competencia perfecta de acceso a los supuestos descritos con anterioridad.

ocurre en algunos casos que la operación se forme a partir de dos propuestas formuladas por el mismo intermediario (operación cruzada). La razón es que el deber del intermediario es transmitir al mercado las órdenes de sus clientes inmediatamente después de haberlas recibido (artículo 3º literal c) del Reglamento de Agentes de Intermediación) y dado que en el sistema de negociación utilizado en la actualidad cada orden calza de manera automática con la mejor propuesta que le sea correspondiente, es posible que estas dos órdenes hayan sido ingresadas por el mismo intermediario sin que sea necesariamente previsible para él que calzarán una con la otra.

En el caso de las operaciones cruzadas, si bien el acto jurídico concluido por el intermediario no puede ser llamado contrato por no participar en él dos partes, se trata de un auténtico acto jurídico llevado a cabo de acuerdo con la costumbre y operatividad bursátil. Esto no perjudica la calidad de comisión indirecta o sin representación de la relación entre los intermediarios y sus clientes pues, como señalamos, la comisión mercantil es un mandato que tiene por objeto la realización de actos jurídicos de naturaleza mercantil que no necesariamente deben tener la calidad de contratos. En estos casos, por lo demás, es claro que los comitentes adquieren frente al intermediario los mismos derechos y obligaciones que adquirirían en caso de que la operación hubiera sido celebrada con otro intermediario en lugar de haberse realizado una operación cruzada, por lo que no cabe sostener que se trata de una relación jurídica diferente. Tal posición es también sostenida por la doctrina que señala específicamente que los intermediarios actúan en nombre propio aunque en interés de su cliente, precisando que:

"Este caso no encuentra excepción ni siquiera en las operaciones "cruzadas" en las que, si bien el agente conoce o es portador de las ofertas de compra y venta que cierran la operación, es el propio agente quien lleva a cabo la transacción sin poner en contacto a sus clientes."¹⁵

VI CONCLUSION.

Es claro, entonces, que la comisión mercantil regulada en el artículo 273 de la LMV es la comisión mercantil denominada indirecta o, de manera general, un mandato sin representación. Definitivamente, es conveniente para el mercado de valores en su conjunto que esta falta de precisión sea prescrita claramente de dicha manera. Guarda, además, perfecta concordancia con los principios que inspiran la regulación de dicho mercado, específicamente la relativa a la actuación de los agentes de intermediación y a las normas sobre adecuación de su patrimonio.

No consideramos que sea necesaria su inclusión en una norma de rango legal, pues CONASEV tiene facultad interpretativa sobre las normas de la LMV y puede aclarar el artículo en cuestión de dicha ley vía la dación de un reglamento utilizando como fundamento el razonamiento apropiado. Esperemos, pues, que este artículo pueda servir de ayuda para la fundamentación de esta precisión normativa que, atendiendo a lo expuesto, la consideramos necesaria a efectos de evitar eventuales conflictos entre intermediarios e inversionistas, lo que, a la larga, aumentaría la desconfianza natural que, en nuestra realidad, albergan muchos de los pequeños y medianos inversionistas en el mercado de valores.

15. IGARTÚA ABAIZA, Octavio, Op. Cit. Págs. 154.