

INCIDENCIA DE LA REFORMA DEL DERECHO DEL MERCADO DE VALORES, SOBRE EL RÉGIMEN DEL CONTRATO DE COMISIÓN BURSÁTIL

José Luis García-Pita y Lastres

Catedrático de Derecho Mercantil. Universidade da Coruña.

RESUMEN:

Desde la Reforma de 1998 -y, ahora, con la L.Ref.LMV./2007-, en la LMV. se vienen incluyendo, entre los denominados “servicios de inversión”, los de comisión bursátil, pero *la regulación ha ido experimentando un proceso evolutivo*, que -por el momento- culmina con la conversión de los contratos de comisión bursátiles en contratos que se hallan vinculados con la Empresa de servicios de inversión, de un modo que podemos calificar como de *vínculo técnico unilateral*: en adelante, el contenido del Contrato de Comisión bursátil viene profundamente informado por normas que, en principio, no afectan al contrato, sino a la propia Empresa, para -así- propiciar el mejor cumplimiento de las obligaciones del Comisionista, ya sean de hacer -servicios- como de dar [transferencia de los fondos o de los instrumentos adquiridos]

Palabras clave: Bolsas y mercados de valores – Empresas de servicios de inversión – Contrato de Comisión – conflictos de intereses – contratos de empresa.

ABSTRACT:

Since the 1998 Reform Act and, now, with the enactment of the spanish Securities Market Reform Act/2007 , contracts of Stock Exchange Agency for the sale or purchase of investment securities, are included among the -so called- “investment services”. This is going to make a great change in the Law of Stock Exchange Agency contracts, which are -from now on- to be treated as “technically bound to enterprise” contracts, whose regulation includes a great number of rules relating to enterprise and business, so as to facilitate the best compliance of Agent obligations, wheter “dare” obligations [transfers of funds/cash or securities] or “facere” obligations.

Keywords: “Stock and securities markets” – “Investment services enterprises” – “Agency contract” – “conflicts of interest” – “tecnically bound to enterprise contracts”.

Incidencia de la reforma del Derecho del mercado de valores, sobre el régimen del contrato de comisión bursátil.

Sumario: I.- Introducción. II.- Concepto y naturaleza jurídica del contrato de Comisión bursátil. III.- Elementos personales del contrato. 1.- El Comisionista. 2.- El Comitente: sus clases. IV.- Formación del contrato. V.- Contenido del contrato: obligaciones del comisionista. 1.- Consideraciones generales. 2.- Deberes informativos. 3.- Actuación con respeto a lo dispuesto en las leyes. 4.- Sumisión a las instrucciones del Comitente. 5.- Obligaciones de lealtad y de diligencia del Comisionista bursátil, y estatuto de la Empresa de Servicios de Inversión. 6.- Obligaciones del Comisionista bursátil, rendición de cuentas y estatuto de la Empresa de Servicios de Inversión. 7.- Comisión de garantía. VI.- Contenido del contrato: obligaciones del cliente. 1.- Provisión de fondos y aceptación de la comisión. 2.- El premio o comisión, a cargo del Comitente.

1. INTRODUCCIÓN¹

Desde la Reforma de 1998 -y, ahora, luego de la promulgación de la L.Ref.LMV./2007-, la LMV. viene incluyendo entre los denominados “servicios de inversión” –situándolos en primerísimo lugar y como paradigma de los mismos-, los

1 ABREVIATURAS:

AGE.	Administración General del Estado.
AIAF.	Asociación de Intermediarios en Activos Financieros.
Art./s. o art./s	Artículo/s
BBTC.	“ <i>Banca, Borsa e Titoli di credito</i> ”
BOE.	“Boletín Oficial del Estado”
Cap.	Capítulo
CC.	Código civil español, de 24 de julio de 1889
CCo. o CCo./1885	Código de comercio español, de 22 de agosto de 1885, <i>en su versión actual</i> .
CCo./1885/or.	Código de comercio español, de 22 de agosto de 1885, <i>en su versión original</i> .
Cod.civ.it.	“ <i>Codice civile</i> ” italiano, de 16 de marzo de 1942
Code MonFi.fr./2000.	“ <i>Code Monétaire et Financier</i> ” francés, aprobado por Ordenanza nº 1223/2000, de 14 de diciembre de 2000.
Dir.MiF./2004 o Dir.MiF.	Directiva [CE.], nº 2004/39/CE. del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los Mercados Financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE. del Parlamento y se deroga la Directiva 93/22/CEE. del Consejo.
EAFI./s.	Entidad/es de Asesoramiento financiero.
ESI./s.	Empresa/s de Servicios de Inversión.
Dir.SI./93	Directiva CEE. nº 22/1993, de Servicios de Inversión.
LCS.	Ley nº 50/1980, de 10 de octubre, de Contrato de Seguro.
LMV	Ley nº 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, <i>en cualquiera de sus versiones</i> .
LMV/or.	Ley nº 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores [<i>versión originaria</i>].
LMV/v.n./2007	Ley nº 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores [<i>versión actual</i>]
L.Ref.LMV./1998	Ley nº 37/1998, de Reforma de la Ley nº 24/1988, del Mercado de Valores

que versan sobre órdenes de clientes en relación con valores negociables y/o instrumentos financieros; es decir: tanto el servicio que consiste en la *recepción y transmisión* de esas órdenes de clientes -incluyendo, ahora, la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí-, como el que consiste, directamente, en la *ejecución de dichas órdenes por cuenta de los clientes*. Por consiguiente, la LMV. viene a incluir entre los llamados servicios de inversión, ciertas actividades que -consideradas desde la perspectiva del Derecho de Obligaciones y Contratos- se corresponden, de modo claro y evidente, con *contratos de mandato mercantil*; es decir: con *subespecies de la Comisión*. Hasta aquí, nada hay de extraño: el Mandato/Comisión es un contrato de enorme importancia práctica en los mercados de valores, porque suele situarse en los pródomos de las operaciones bursátiles, propiamente dichas.

La *Comisión bursátil*, como cualquier otro contrato de comisión, responde -en lo básico y esencial- al modelo plasmado por nuestro Legislador mercantil de 1885, en los arts. 244 y ss., CCo. Es más: la Comisión *bursátil* tuvo, originalmente, su propia presencia en el articulado del CCo./1885, antes de que se promulgase la LMV. nº 24/1988, de 28.07.1988: en efecto, el art. 100, CCo./1885/or. atribuía a los agentes de cambio y bolsa el “*intervenir privativamente en las negociaciones y transferencias de toda especie de efectos o valores públicos cotizables, definidos en el artículo 68, en «Bolsas de Comercio»*”. Asimismo, el art. 101, CCo./1885/or. disponía que “[l]os Agentes de Bolsa que [intervinieran] en contratos de compraventa o en otras operaciones al contado o a plazo, [responderían] al comprador de la entrega de los efectos o valores sobre que [versasen] dichas operaciones, y al vendedor, del pago del precio o indemnización convenida”. Y puesto que el art. 96, CCo./1885/or. les prohibía “*comerciar por cuenta propia*”, hay que concluir que esa intervención privativa en las negociaciones bursátiles se hacía por título jurídico de *mandato o comisión*. Se trataba, pues, de una comisión mercantil especial, caracterizada -entre otras cosas- por tratarse de una comisión “*delcrédere*” o de garantía.

Ochenta y dos años después del Código de comercio, se promulgó el D. nº 1506/1967, de 30.06.1967, por el que se aprobaba el Reglamento general de Bolsas de Comercio, y esta disposición reglamentaria, nuevamente, vino a ocuparse de esta modalidad de comisión mercantil especial. Así el Cap. VII, bajo el título de “*Normas de contratación*”, y el Cap. XII, bajo el título “*De los Agentes de Cambio y Bolsa*” [hoy derogado], incluyeron normas que delimitaron los efectos y el contenido de ese contrato de mandato o comisión mercantil que vinculaba -antaño- a los agentes de cambio y Bolsa, y -en la actualidad- a las sociedades y agencias de valores y Bolsa o a las entidades de crédito, con los clientes de quienes recibían órdenes de compra y venta de valores; normas que -históricamente- fueron, durante mucho tiempo, el único

L.Ref.LMV./2007	Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.
RD.ACDeu./87	Real Decreto nº 505/1987, de 3 de abril, por el que se dispone la creación de un Sistema de Anotaciones en Cuenta para la Deuda del Estado.
RDC.	“ <i>Rivista di Diritto commerciale [e del Diritto Generale delle obbligazioni]</i> ”
RDESI./2008	RD. nº 217/2008, de 15.02.2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modificaparcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.
Regl.Bols.	
Regl.Bols./1967	Reglamento de Bolsas de Comercio [ahora, de Valores], aprobado por Decreto nº 1506/1967, de 30 de junio.
Secc.	Sección
s./ss.	Siguiente/s

Derecho positivo, directamente aplicable a la única modalidad de Comisión mercantil, en el mercado de valores.

La LMV., en sus distintas versiones, ha reflejado -recurrentemente- la presencia de esta modalidad contractual. Y, sin embargo, *la regulación ha ido experimentando un proceso evolutivo*, cuyo proceso -por el momento- ha llegado a su culmen con la L.Ref.LMV./2007, que ha introducido profundas modificaciones en el régimen de los mercados secundarios de valores e instrumentos financieros. En efecto; los mercados secundarios de valores constituyen el ámbito socioeconómico sobre el que se han proyectado las más profundas e importantes reformas de nuestros mercados de valores, introducidas, en su día, por la Dir.SI./93 y la L.Ref.LMV./1998, luego por la Dir.MiF. y, ahora, por la L.Ref.LMV./2007, que -entre otras materias- ha contemplado -modificando o introduciendo “*ex novo*”- las siguientes:

1. Los mercados secundarios oficiales de valores
2. Las diferentes modalidades de empresas de servicios de inversión [ESIs.] y la actividad de las entidades de crédito y las SGIIC., en los mercados de valores, estableciendo normas de organización y de actuación de las mismas ².
3. Los sistemas multilaterales de negociación [SMNs.].
4. La internalización sistemática de operaciones sobre acciones.

Actualmente, la regulación de nuestros mercados secundarios de valores se encuentra recogida en diversas fuentes instrumentales, de las que quisiera destacar -por cuanto inciden sobre el tema objeto de mi interés- el Tít. IV, LMV., el Regl.Bols./1967, y -por fin- el RD. n° 217/2008, de 15.02.2008, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre (BOE 16 de febrero de 2008) [RDESI./2008]³.

Cuando digo que la regulación del Contrato de *Comisión bursátil* ha llegado a su culmen con la L.Ref.LMV./2007 y con el RDESI./2008, lo que quiero decir es que *algo muy importante ha cambiado en la regulación de este contrato* -aunque el cambio no le haya afectado a él de modo exclusivo, sino, en general, a todos los que se definen como “*servicios de inversión*”-, y ese cambio solamente puede ser expresado y comprendido, por medio de una comparación: por medio de la *comparación entre el régimen de la Comisión bursátil y el régimen del Seguro privado*. Me explico: el Seguro privado es una institución jurídica que bascula sobre dos grandes pilares: el *Contrato de Seguro* y la *Empresa aseguradora*. El Contrato de Seguro *es* un contrato *mercantil* porque es un contrato *de empresa*. Y es un contrato de empresa porque en el Seguro existe y se dá, necesariamente, una *conexión entre empresa y negocio jurídico*; una conexión de índole tan estrecha e inescindible, que bien podemos decir de ella que se trata de una *conexión técnica*, y no meramente económica, ni siquiera solamente jurídica. Cuando se habla de “Seguro”, en el lenguaje común, este término puede ser utilizado para referirse, bien sea al “*acto*”; es decir: al negocio jurídico individual; al *contrato singular y aislado* de seguro [art. 1º, LCS., art. 1882 Cod.civ.it.]; contrato del cual surge la relación jurídica entre acreedor y deudor de la prestación aseguradora, o bien a la *serie continua de innumera-*

2 TAPIA HERMIDA,A.J.: “7. La reforma de la Ley del Mercado de Valores por la Ley 47/2007”, noticia en RDBB., 2008, n° 109, p. 309.

3 TAPIA HERMIDA,A.J.: “7. La reforma...”, cit., p. 306, señala que “*hemos asistido a un verdadero proceso de “refundación” de la regulación de nuestro mercado de valores como consecuencia de su obligatoria armonización a las trascendentales Directivas comunitarias de 2004*”.

bles de actos que, en su conjunto, dan lugar a la actividad aseguradora, desarrollada por quien opera profesionalmente en este sector de la economía⁴. En su primera acepción, el término “Seguro” designa un *contrato*; en el segundo, una *empresa* [Cfr. arts. 2082 y 2195, n.º 4, Cod.civ.it.]. De hecho, el primer elemento de la Institución del Seguro es la existencia de una *empresa* aseguradora; es decir: una organización de capital y trabajo, planificada en términos de eficiencia económica, y fundada sobre la base de la multiplicidad de los contratos, ya que los contratos de seguro -como los contratos de depósito bancario de efectivo- son la fuente de la que la Entidad aseguradora -como la Entidad bancaria- obtienen los recursos de capital precisos para llevar a cabo sus especiales actividades financieras; en este caso, la actividad aseguradora.

Si el Derecho de seguros es un Derecho *profesional* y, además, especial, ello es debido a que la profesión de Asegurador tiene algo de especial. La actividad del empresario asegurador es precisamente la que le caracteriza como tal: se es empresario asegurador, porque se es titular o sujeto activo de la Empresa de Seguros⁵. En el mundo actual del Seguro privado, la presencia de una organización/empresa no constituye, ya, y sólo, una nueva posibilidad o elección económica ni tampoco una nueva exigencia jurídica, sino -como dije- una exigencia *técnica*, pues fuera de una actividad organizada, continua y lo más extensa posible, faltarían las condiciones esenciales para el desarrollo eficaz o la propia seriedad de la operación de seguro. El régimen de la prestación del asegurado -el deber de pagar la prima- y su relación sinalagmática con la del asegurador, presupone el ejercicio de la empresa de seguros, por parte de este último, al igual que pone de relieve cómo el régimen de la Empresa disciplina el comportamiento del Asegurador, de modo que haga efectiva la prestación de garantía a través de la inserción de cada contrato, en la comunidad de riesgos, que el ejercicio de la empresa comporta, y que se halla representada por el *conjunto de relaciones de seguro*, contractualmente constituidas [la llamada “*cartera de seguros*”]. Así la *conexión entre el Contrato de Seguro y la Empresa de seguros es de orden técnico, porque fuera de la Empresa el contrato no podría ser realizado*, en la medida en que -desde la perspectiva socioeconómica y técnica- el riesgo extracontractual del asegurador debe conectarse con una masa de riesgos homogéneos. Así, este contrato *presupone la inserción en una serie de relaciones del mismo tipo, puestas en funcionamiento por el ejercicio y en el ejercicio de la Empresa*⁶. De hecho, en el Seguro, la conexión técnica contrato/empresa es *biunívoca*: no puede

4 LA TORRE, A.: “La disciplina giuridica dell’attività assicurativa”, en LA TORRE, A. y FANELLI, G.: “*Diritto delle assicurazioni*”, t. I, edit. DOTT. A. GIUFFRÈ, Milán, 1987, p. 2. VIANELLO, G. P.: “*Assicurazione privata e controllo pubblico. Profili istituzionali di Diritto dell’Impresa e del Contrato di assicurazione*”, edit. DOTT. A. GIUFFRÈ, Milán, 1989, ps. 2 y s.

5 SÁNCHEZ CALERO, F.: “*Curso de Derecho del Seguro privado*”, edit. NAUTA, t. I, Barcelona, 1961, p. 56. LA TORRE, A.: “La disciplina...”, cit., p. 2, quien señala que, a pesar de los términos con que se expresa el “*Codice civile*” italiano, en sus arts. 1882 y ss., cuando alude al “*asegurador*”, esto no significa que cualquiera pueda tener esta condición, sino que *se requiere un presupuesto subjetivo habilitante: una autorización otorgada para el ejercicio de la correspondiente actividad y ‘...la exigencia de que el Seguro sea ejercitado con el organismo económico de la empresa...’*. Por lo que al Derecho alemán se refiere, es evidente que la legislación de control contempla al Seguro privado desde la dimensión de la Empresa y el empresario. Así el art. 1.º, apdo. 1 de la “*Versicherungsaufsichtsgesetz*” alemana -o Ley sobre control y vigilancia de las Empresas de seguros- de 6 de junio de 1931, reformada y modificada en numerosas ocasiones (versión de 13 de octubre de 1983), establece que “[q]uedan sometidas al control, de acuerdo con esta Ley, las Empresas (“*Unternehmen*”) que tienen por objeto la realización profesional de operaciones de seguro (“*die den Betrieb von Versicherungsgeschäfte zum Gegenstand haben*”)...”.

6 FANELLI, G.: “*Le Assicurazioni*”, en VV. AA.: “*Trattato di Diritto civile e commerciale*”, dir. por A. Cicu y F. Messineo, t. XXXVI, vol. 1, edit. DOTT. A. GIUFFRÈ, Milán, 1973, p. 241, quien señala que existe una “recíproca correlación y una estrecha interdependencia del fenómeno contractual y del empresarial”, en el ámbito del Seguro. LA TORRE, A.: “La disciplina...”, cit., p. 3. MOLLE, G.: “I contratti bancari”, en *Trattato di Diritto civile e commerciale*, dir. por A. Cicu y F. Messineo, t. XXXV, vol. 1, edit. DOTT. A. GIUFFRÈ, 2ª ed., Milán, 1981, ps. 27 y s.

haber contrato de seguro sin empresa aseguradora, porque la aportación de la prima inserta al asegurado en la comunidad de riesgos; es decir: en la organización mutualística, gestionada por el Empresario asegurador. Pero, desde luego, tampoco podría haber “empresas de seguros”, sin contratos de seguro, ya que la sustancia esencial de la Empresa es la captación de primas, que no han de ser vistas sólo como contraprestación por la prestación de garantía, sino como verdadera materia prima (valga la redundancia) del producto/seguro. Ahora bien, esta circunstancia ya nos pone de manifiesto que, al igual que acontece en el ámbito bancario, donde la aplicación del conjunto de normas que constituyen el elemento real del Ordenamiento sectorial de la Banca, hace preciso determinar qué es un “banco” o qué es una “entidad de crédito”, y esta determinación se hace sobre la base de la actividad: la intermediación indirecta en el crédito, así también la delimitación del ámbito de aplicación del Derecho del Seguro privado exige delimitar cuándo se esta en presencia de la empresa aseguradora. Pues bien; es preciso recordar que la noción de Empresa, y su naturaleza jurídica constituyen dos de las cuestiones más controvertidas de toda la dogmática del Derecho mercantil. Existe, sin duda [aunque a veces esto pueda plantear más cuestiones de las que parece] un concepto económico unitario de la Empresa, entendida como “*organización de los tres factores de la producción, naturaleza, capital y trabajo, a los que el organismo añade un cuarto factor*”⁷. Pero esta noción [contra lo que afirmó BROSETA] no es íntegramente trasladable al ámbito del Derecho mercantil, porque tal concepto muestra a la Empresa como célula productora en la que participan elementos materiales y personales⁸, y esta realidad no ha logrado ser objeto de una “traducción” jurídica. Por consiguiente, la doctrina mayoritaria opta por separar los diversos aspectos del fenómeno económico “Empresa”. Así resultan tres dimensiones o manifestaciones jurídicas de la misma: actividad, hacienda mercantil y comunidad de trabajo.

Todo el régimen jurídico del Seguro responde a esta conexión entre *contratos singulares* y *empresa* aseguradora, de modo que el Derecho del Seguro privado -en tanto que integrado en el Derecho del Sistema financiero [y, por tanto, de la *intermediación* financiera]- proyecta su atención, principalmente, sobre la solvencia y capacidad de las empresas aseguradoras, para hacer frente a sus compromisos con los asegurados, tomadores de seguros y beneficiarios.

Pues bien; por lo que hace al Contrato de *Comisión bursátil*, sobre todo luego de las reformas operadas por la L.Ref.LMV./2007 y el RDESI./2008, se podría decir que se ha iniciado una senda de *tecnificación* de la relación *Contrato/Empresa*; que se ha iniciado una senda que podría conducir a la *conexión* -entendido el término “*conexión*” como alusivo a la *acción* de conectar- *técnica* del Contrato de Comisión bursátil, con la *Empresa* prestadora de *servicios de inversión*. Esto, sin la menor duda, supone una profunda ruptura con el modelo de regulación de la Comisión, en el CCo., e incluso una *ruptura* con el modelo de regulación de la Comisión *bursátil*, en el *Regl.Bols./1967*.

En efecto: tanto el CCo./1885, como el *Regl.Bols./1967* regulan los contratos de comisión y de *comisión bursátil*, como contratos mercantiles que simplemente mantienen con las respectivas empresas una conexión *económica*. Desde luego, es obvio que el CCo./1885 admite la posibilidad de contratos de comisión que sean actos de comercio *unilaterales*, y en los que -además- la condición de comerciante le corresponda, no al Comisionista; no al prestador de servicios de comisión, sino al Comitente. Ya sólo por este motivo, el modelo de regulación de la Comisión mercantil, en el CCo./1885,

7 VIANELLO,G.P.: “*Assicurazione private e controllo pubblico...*”, cit., p. 37.

8 Según PRÖLSS/SCHMIDT/FREY: “*Versicherungsaufsichtsgesetz*”, edit. C.H.BECK'SCHE VERLAGSBUCHHANDLUNG, 9ª ed., completamente actualizada, Munich, 1983, p. 110, la VAG. habla de Empresa -“*Unternehmen*”, en este sentido, aunque recomiendan una interpretación amplia del término: excluyendo, p.e. las corporaciones territoriales de Derecho público, o las uniones ideales...

refleja una simple conexión *económica*, y el de la Comisión *bursátil*, también o -si acaso- una *débil* conexión jurídica, que se limitaba a *monopolizar* el tráfico bursátil, en torno a los agentes, y establecer algunas escasas reglas especiales.

Existen *tres* grandes categorías de contratos mercantiles; de contratos “de empresa”, según la forma o -mejor- según la *intensidad* de la *conexión* de los contratos *con la Empresa*. Algunos contratos guardan con la Empresa en cuyo seno se concluyen, una mera relación económica; otros guardan una relación de índole jurídica. Y otros, por fin, se encuentran en una relación técnica⁹. En el primer supuesto –conexión meramente económica-, el vínculo entre el contrato y la empresa es el más lábil; el más débil: el contrato en cuestión puede ser realizado, *indistintamente*, dentro o *fuera* del seno de la empresa, sin que esta circunstancia influya sustancialmente en la disciplina de cada contrato aislado, de modo que su contenido y sus efectos *esenciales y característicos* permanecen los *mismos*. Pues bien; ciertamente, esto sucede con el Contrato de *Comisión*, respecto de la condición profesional del Comisionista: puesto que el Comisionista puede ser comerciante, o no, y -sin embargo- lo dispuesto en los arts. 244 y ss., CCo. sigue siendo de aplicación, es obvio que la conexión contrato/empresa es relativamente de escasa relevancia. Más, aún: como quiera que la Comisión no es más que la versión mercantil del Mandato, cuyo régimen no varía en demasía respecto de su contrafigura *civil*, esta circunstancia todavía avala, aún más si cabe, la tesis de que entre el Contrato de Comisión y la Empresa, la conexión es tan débil que no pasa de lo meramente económico.

Por el contrario, para determinadas categorías de actos, negocios jurídicos o contratos, la *inserción en la empresa* se eleva al rango de *presupuesto del acto* mismo, en cuyo caso esa conexión Contrato/Empresa asume especial relevancia jurídica. Ya dentro de este ámbito es donde cabe diferenciar entre conexión *jurídica* y conexión *técnica*: la conexión *jurídica* se produce en aquellos supuestos en los que la existencia de la empresa constituye, simplemente, un elemento de la “*fattispecie*” legal; un elemento del supuesto de hecho, tal como viene definido por la *norma* jurídica. En este caso, la diferencia entre que el contrato se celebre dentro, o fuera, del seno de una organización o una actividad de empresa, reside en el hecho de que se le aplicarán, o no, ciertas especialidades normativas, quedando -o no- sometido a una disciplina jurídica diferente de la que se le aplicaría, en caso de ser realizado en unas condiciones o circunstancias diferentes. Pero esta eventualidad -la realización fuera del seno de la empresa- es, o puede ser -al menos, en pura teoría- *posible* y además jurídicamente *lícita*. Así sucede con los contratos de transporte y con la mayoría, si no la totalidad, de los préstamos bancarios y otros contratos propios de la actividad específica de las entidades de crédito, que se recogen en el CCo., precisamente como actividad propia de unos determinados empresarios, sin que importe la condición, mercantil o no, de la contraparte. En cambio, el caso del Depósito bancario de efectivo es muy revelador: se trata de un Depósito “irregular”, pero incluso dentro de este subtipo, el depósito bancario de efectivo posee rasgos peculiarísimos, derivados de su inserción en la empresa de crédito, ya que la custodia del numerario se ve sustituida por la disponibilidad y -sobre todo- por un deber de inversión prudente y juiciosa de los fondos, que comporta la facultad de uso -y de consumo -o gastodel Dinero, por parte del Banco, ¡que es un Depositario!¹⁰.

9 FERRI,G., ANGELICI,C. Y FERRI,G.B.: “*Manuale di Diritto commerciale*”, edit. UTET., 9ª ed., Turin, 1993, ps. 659 y s. El criterio es aplicado a la contratación bancaria por parte de MOLLE,G.: “*I contratti bancari*”, en el “*Trattato di Diritto civile e commerciale*”, dir. por A.Cicu y F.Messineo, edit. DOTT.A.GIUFFRE, t. XXXV, vol. 1º, 4ª ed., Milán, 1981, ps. 4 y ss. y a él nos hemos referido en GARCÍA-PITA y LASTRES,J.L.: “*El Contrato bancario de Descuento*”, edit. UNIÓN EDITORIAL/CENTRO DE ESTUDIOS Y DOCUMENTACIÓN BANCARIA Y BURSÁTIL, Madrid, 1990, p. 231.

10 De todos modos, es posible que –a estas alturas- la conexión entre el Depósito bancario de efectivo, y la Empresa bancaria, haya sobrepasado los límites de la mera conexión jurídica –que no es poco-, para entrar en el ámbito de la conexión *técnica*.

La conexión *técnica* representa un paso más en la intensidad de la conexión jurídicamente relevante, y se produce en aquellos otros supuestos en los que la presencia de la Empresa es un *presupuesto técnico*, y sólo indirectamente jurídico, *del acto*, de forma que la realización de este último resulta inconcebible objetivamente –o casi– fuera del marco de una empresa; fuera del marco de una actividad económica empresarialmente organizada. Así sucede con el contrato de Seguro y creo que, también, en el caso de algunos contratos bancarios, como -p.e.- el Depósito irregular de efectivo. En estos casos, se habla de *conexión técnica* Contrato/Empresa. Pues bien; como he anticipado, las sucesivas reformas de la LMV., de 1998 y 2007, así como los sucesivos reglamentos de régimen jurídico de las entidades que prestan servicios de inversión, han ido llevando al Contrato de *Comisión bursátil*, a una más estrecha conexión con la “*Empresa de Servicios de Inversión*” [dicho sea, ahora, en un sentido muy amplio, incluso tanto de las ESIs., propiamente dichas, como de las *entidades de crédito* que presten tales servicios]; una conexión que, en mi opinión, ya no es meramente económica o jurídica, sino que -en cierto sentido- se aproxima a la *conexión técnica*, si bien quizá todavía no haya llegado a su plenitud.

Tal vez el fenómeno se pudiera describir diciendo que existe una *conexión unilateralmente técnica* entre el Contrato de *Comisión bursátil* y la *Empresa* -en sentido objetivo y funcional- *de Servicios de Inversión*: una conexión técnica, pero unilateral, en el sentido de que si bien el régimen organizativo y financiero de la *Empresa* -en sentido objetivo y funcional- *de Servicios de Inversión* viene conformado, ahora, *en orden al correcto cumplimiento de los mandatos de compra y venta de instrumentos financieros*, en cambio la propia Empresa de Servicios de Inversión *no se nutre de tales contratos*, a diferencia de los contratos de seguros, que proporcionan a la Empresa aseguradora la “*materia prima*” -nunca mejor dicho [lo de “*prima*”]- para proporcionar el servicio de cobertura de riesgos: la ESI. *no* transforma “industrialmente” los fondos dinerarios o los valores e instrumentos financieros que su Comitente pone a su disposición, con carácter de *provisión de fondos* o de *cobertura o garantía*, precisamente porque -de conformidad con el art. 42, RDESI./2008- “[l]as entidades que presten servicios de inversión sólo podrán establecer acuerdos para operaciones de financiación de valores sobre los instrumentos financieros de sus clientes, o utilizarlos de cualquier otro modo, tanto por cuenta propia como por cuenta de otro cliente, con arreglo a los siguientes requisitos”: con el “consentimiento expreso con carácter previo a la utilización de los instrumentos financieros”, de los referidos clientes” [Además, “(e)n el caso de clientes minoristas será necesario que el consentimiento conste en documento escrito con la firma del cliente o en cualquier mecanismo alternativo equivalente”] y ajustándose “a las condiciones especificadas y aceptadas por el cliente”.

Porque la Empresa de Servicios de Inversión -entendida esta noción en un sentido objetivo/funcional, y, por tanto, *amplio*- ciertamente precisa de los servicios de inversión, como objeto propio, por una necesidad conceptual: la Empresa de Servicios de Inversión -entendida esta noción en un sentido objetivo/funcional, y, por tanto, *amplio*- es Empresa *de servicios de inversión*, porque *presta* servicios de inversión. Esto también sucede con la Empresa Aseguradora... Pero, a diferencia de ésta, los servicios de inversión no proporcionan a la Empresa la materia prima de su actividad característica, como -por el contrario- hacen los contratos de seguro, en el caso de la Empresa aseguradora. Así, la prestación de servicios de inversión es, sólo, un elemento *conceptual* necesario de la Empresa de Servicios de Inversión, pero no llega al extremo de lo que sucede con la Empresa aseguradora y las primas, provenientes de los contratos de seguro. Y es que la Empresa de Servicios de Inversión *es un intermediario financiero directo*, que opera -muchas veces- *por cuenta ajena* de modo que no intermedia en el crédito indirectamente, como la Empresa bancaria, ni tampoco como la Empresa de seguros, de forma que *carece del derecho de libre utilización de los fondos y activos que le confían sus clientes*.

Mas, aunque la Empresa de Servicios de Inversión no se nutre de los fondos o instrumentos que le confían sus clientes-comitentes, para ejecutar sus órdenes, a diferencia de lo que sucede con las primas de seguro o los fondos objeto de depósito bancario de efectivo, en las entidades de crédito y aseguradoras, sin embargo -insisto- tanto la LMV./v.n./2007, como el RDESI./2008 han *regulado incluso la estructura organizativa y el funcionamiento de la Empresa*, con el fin, no solamente de garantizar aquellos de sus compromisos que versan sobre las obligaciones de *dar* -pagos de efectivo, entregas de instrumentos financieros adquiridos-, *sino sobre las de hacer*, de manera que han convertido a la Empresa, no sólo en instrumento de “producción”, sino en instrumento de *garantía*, y no en el sentido general del art. 1911, CC., sino en un sentido funcional u operativo.

II.- CONCEPTO Y NATURALEZA JURÍDICA DEL CONTRATO DE COMISIÓN BURSÁTIL.

Utilizo el término “*Contrato de Comisión bursátil*”, porque, al haber sido la Bolsa de valores -tradicionalmente- el único mercado secundario oficial de valores regulado o reconocido en nuestro Derecho positivo, este último se ocupó solamente la relación gestoria que vinculaba a los agentes de cambio y Bolsa, titulares exclusivos de la negociación en la misma, con sus clientes; sin duda un contrato bursátil¹¹. En este sentido, ya he tenido oportunidad de aludir al contenido del CCo./1885/or. y del Regl.Bols./1967.; normas que -históricamente- fueron, durante mucho tiempo, el único Derecho positivo directamente aplicable a la única modalidad de Comisión mercantil, en el mercado de valores. Sin embargo, la multiplicación de los mercados secundarios oficiales de valores, en cuyo seno se generan también relaciones Intermediario/Cliente, hace que puedan ser incardinadas dentro del contrato de comisión mercantil, pero de esa *modalidad especial* que fue la Comisión “*bursátil*”, y que ahora debe denominarse “*Contrato de Comisión del Mercado de valores*”¹². Así, este contrato puede aparecer -y aparece- en los siguientes mercados de valores: en las Bolsas, en el Mercado de Deuda Pública, en los mercados oficiales de futuros y opciones, en el mercado AIAF.¹³ y en otros análogos, creados conforme a la LMV., sean de ámbito estatal o autonómico. Así -p.e.- sucede que en el Mercado de Deuda Pública representada por anotaciones en cuenta, en la Central del mismo, gestionada por el BE. con carácter de verdadero servicio público, concurren tanto entidades *adheridas*, que tienen cuentas abiertas en nombre propio, como entidades *gestoras*, que se ocupan de llevar cuentas de valores de Deuda pública, de quienes no están autorizados a operar directamente a través de la Central. Pues bien, cuando el art. 6º, nº 3, RD.ACDeu./87 y el art. 9º, OM. 19.05.1987, que lo desarrolla, se refieren a estas entidades *gestoras*, dicen expresamente que:

11 BIANCHI D'ESPINOSA,L.: “*I contratti di Borsa. Il riporto*”, en VV.AA.: “*Trattato di Diritto civile e commerciale*”, dir. por A. Cicu y F. Messineo, t. XXXV, vol. 2º, edit. DOT.T.A.GIUFFRÉ, Milán, 1969, ps. 148 y s., quien señalaba que la “Orden de Bolsa”; contrato que media entre el operador [Cliente] y el intermediario, y cuyo objeto es el encargo de realizar operaciones de Bolsa, por cuenta de aquél, es un contrato indudablemente bursátil.

12 CACHÓN BLANCO,J.E.: “*Derecho del Mercado de Valores*”, t. II, edit. DYKINSON, Madrid, 1992, p. 146, quien señala que, “[a]ctualmente, dada la pluralidad de mercados secundarios, no cabe hablar exclusivamente de órdenes de Bolsa, sino de órdenes de mercado de valores, como concepto más amplio y general”. Por su parte, RAISER,Th.: cit., p. 32, señalaba que los compradores y vendedores particulares, en las Bolsas alemanas llevan a cabo sus operaciones bursátiles, a través de bancos que suelen actuar como comisionistas; mandatarios de compra y/o venta de valores.

13 CACHÓN BLANCO,J.E.: “*Derecho del Mercado de Valores*”, cit., t. II, p. 146.

“1.-... *gestionarán, como comisionistas por cuenta de quienes no puedan ser titulares directos de cuentas en la central de anotaciones, la suscripción, mantenimiento, canje, conversión y reembolso de la Deuda representada en anotaciones en cuenta, así como el ejercicio de los demás derechos que corresponden a los tenedores...*”,

añadiendo que:

“... 1.-... *Las Entidades gestoras facilitarán, además, a sus clientes la negociación en el mercado secundario de sus saldos de deuda representada en anotaciones...*”.

Lo dispuesto en el precepto parcialmente reproducido, se complementa o es objeto de desarrollo por el art. 10, OM. de 19.05.1987, según el cual “1.- *Las entidades gestoras, en sus relaciones con sus comitentes, podrán realizar o gestionar las siguientes operaciones:*

- a) *Operaciones de compraventa simple al contado,*
- b) *Operaciones de compraventa simple a plazo,*
- c) *Operaciones de compraventa con pacto de recompra a fecha fija*
- d) *Operaciones de compraventa con pacto de recompra a la vista.*

2.- *las Entidades gestoras podrán actuar en tales operaciones:*

- a.- *Ofreciendo contrapartidas en nombre propio,*
- b.- *Como meros comisionistas en nombre de terceros, buscando contrapartidas en el mercado, y*
- c.- *Realizando las anotaciones pertinentes por orden conjunta de las partes contratantes...*”.

Como se puede apreciar, las entidades gestoras, pueden actuar como *comisionistas* en la negociación por cuenta ajena de valores de la deuda pública, así como -aparentemente- como comisionistas en la ejecución de las operaciones, efectuando las anotaciones contables oportunas, por orden común de sus clientes. Por consiguiente, cada una de las operaciones de un mercado secundario oficial -principalmente las compraventas bursátiles- viene precedida de un contrato de *comisión*, que vincula al *cliente con el intermediario profesional*, por virtud del cual este último se obliga a ejecutar las órdenes impartidas por el primero de ellos, en el mercado, por cuenta de dicho ordenante¹⁴.

El sistema bursátil gira, en buena medida, en torno a la figura del *Intermediario*, pues -tradicionalmente- la relación o vínculo jurídico existente entre los agentes de bolsa y sus clientes respondía, en lo fundamental, a la función mediadora que aquéllos desempeñaban¹⁵.

14 BROSETA PONT/MARTÍNEZ SANZ.: “Manual de Derecho mercantil”, t. II, edit. TECNOS,A., 12ª ed., Madrid, 2002, p. 304. POSER,N.S.: “Broker-Dealer Law and Regulation. Private Rights of Action”, edit. LITTLE, BROWN & Co., Boston/N.York/Toronto/Londres, 1995, p. 77, quien señala que un “*securities broker*” actúa como un comisionista [“*agent*”] de sus clientes; por cuenta de ellos. Por su parte, CACHÓN BLANCO,J.E.: “Derecho del Mercado de Valores”, cit., t. II, ps. 146, señala que “[e]n virtud de una orden del mercado de valores, el intermediario concierne una compraventa del mercado de valores con otro intermediario o con él mismo, y una vez ejecutada la operación y materializados los efectos de la misma, concluye la relación jurídica entre el miembro del mercado y el cliente-inversor”.

15 RUIZ RUIZ,R.: “La Compraventa de valores mobiliarios”, edit. INSTITUTO EDITORIAL REUS,S.A., Madrid, 1944, p. 1. DI TOMMASI,E.: “La Borsa valori. Investimento e speculazione”, edit. CEDAM., Padua, 1982, p. 61.

El intermediario del mercado de valores a quien se ha dado un encargo u orden, una vez recibido -y necesariamente aceptado- acude normalmente a los mecanismos de contratación propios de cada mercado, para concertar la operación ordenada -normalmente, una compraventa de valores-, actuando en nombre propio, aunque por cuenta de su cliente [*“tua res agitur”*]¹⁶. En los contratos bursátiles es frecuente que, antes de la celebración de la compraventa de valores, existan otros negocios jurídicos preliminares, complementarios¹⁷. Uno de ellos tiene por objeto establecer y regular el marco jurídico general de relaciones entre el Intermediario miembro del Mercado y su cliente, y algún autor lo califica como de *“Cuenta corriente” del Mercado de Valores*¹⁸. El otro, es un contrato que regirá las relaciones entre la ESI. y su cliente, estableciendo un marco individualizado para cada operación; para cuyo análisis hay que partir de la función mediadora de aquellas entidades -sucesoras, en este aspecto, de los antiguos agentes de Cambio y Bolsa y los corredores de comercio [éstos, en cuanto operadores de los antiguos Bolsines de Comercio]-, y cuya calificación como un *contrato*, es algo que no se puede negar¹⁹. Se trata de un contrato, cuya presencia en el ámbito del mercado de valores, algunos autores -exageradamente- la han tildado de *“necesidad legal”*, en cuanto permite la realización ulterior de las compraventas de valores negociables²⁰. Este contrato es el que denominaré -con expresión muy simplificada- la *Comisión bursátil*²¹, aunque también se le suele mencionar con la expresión Orden de Bolsa²², produciéndose una cierta confusión entre el contrato, como negocio jurídico, y el contenido del mismo, delimitado o definido por la orden o instrucción que establece cuáles serán las condiciones y contenido de la gestión a realizar. Así, la *“orden” -“Ordine di Borsa”-* es *“[e]l mandato dado a un agente para que realice, por cuenta del dador, alguna operación bursátil o para que cese en el cumplimiento de otra anterior”*. Mas no es adecuado identificar la *Comisión bursátil*, con la *Orden de Bolsa*, que -en realidad- son dos nociones que difieren tanto por exceso, como por defecto: esta última posee un ámbito más amplio, aunque -a la inversa- es “menos” que la *Comisión bursátil*, porque carece de identidad propia y de autonomía, respecto de esta última: la *Orden de Bolsa* es un *acto unilateral de voluntad*, carente de autonomía negocial, porque se refiere y se halla condicionada a la existencia de un *contrato de comisión bursátil*, que es el negocio -por así decirlo- *principal*, independiente y autónomo, *“a se stante”*, respecto del cual la *Orden de Bolsa* *“inicia, continúa, perfila o cancela [aquí supera a la Comisión, como contrato creador de obligaciones] una relación contractual, enmarcada dentro de la comisión”*²³, sin confundirse con ella.

16 CACHÓN BLANCO, J.E.: *“Derecho del Mercado de Valores”*, cit., t. II, ps. 146.

17 IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W.: *“La Contratación en el Mercado de Valores”*, en el *“Tratado de Derecho Mercantil”*, dir. por. M.Olivencia Ruiz, C.Fernández-Nóvoa Rodríguez y R.Jiménez de Parga Cabrera, t. XXXIV, edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES, S.A., Madrid/Barcelona, 2001, p. 300.

18 CACHÓN BLANCO, J.E.: *“Derecho del Mercado de Valores”*, cit., t. II, p. 145.

19 BARTOLOME LABORDA, R.: *“La Bolsa en el Mundo. Organización y funcionamiento de todas las Bolsas existentes”*, edit. DEUSTO, Bilbao, 1980, p. 165, nota <288> o RUIZ RUIZ, R.: cit., p. 1. COLTRO-CAMPI, C.: *“I contratti di borsa nella giurisprudenza”*, t. II, *“I Contratti”*, edit. DOTT.A.GIUFFRÉ, 2ª ed., Milán, 1988, p. 34.

20 PEREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, J.L.: en JIMÉNEZ SÁNCHEZ *et alii*: cit., p. 822. RUIZ RUIZ, R.: cit., p. 2, quien señalaba que se trata de un contrato que tiene por objeto una actividad mediadora; una actividad *“auxiliadora para hacer más fácil la conclusión de los negocios, puesta al servicio común de las partes contratantes”*.

21 BROSETA PONT/MARTÍNEZ SANZ.: *“Manual...”*, cit., 12ª ed., p. 304.

22 CACHÓN BLANCO, J.E.: *“Derecho del Mercado de Valores”*, cit., t. II, ps. 145 y ss.

23 CACHÓN BLANCO, J.E.: *“Derecho del Mercado de Valores”*, cit., t. II, ps. 145 y 147. BARTOLOME LABORDA, R.: cit., p. 165, nota <288>. COLTRO-CAMPI, C.: cit., p. 34. RIPERT, G. ROBLLOT, R.: *“Traité de Droit commercial”*, t. II, edit. LIBRAIRIE GÉNÉRAL DE DROIT ET JURISPRUDENCE, 11ª ed., París, p. 85, en términos muy parecidos a los empleados por el español BARTOLOME LABORDA.

Nos hallamos ante un contrato de gestión de negocios ajenos que tiene su contrafigura en el contrato denominado “*Effektengeschäft*”, que en Alemania no es contrato bursátil, sino bancario, y que puede ser calificado como comisión de compra y venta; es decir: un mandato de negociación de valores o instrumentos admitidos a negociación en un mercado secundario de valores²⁴. Sin embargo, hay que advertir que la Comisión bursátil presenta algunas especialidades²⁵, que RUIZ CABRERO trató de potenciar, haciendo aparecer al Agente de Cambio y Bolsa -por entonces único mediador operante, junto con el Corredor de comercio, en el antiguo Bolsín de Valencia- como un sujeto cuya actuación no era coincidente ni siquiera con la del Comisionista²⁶.

Ahora bien, debo advertir que he prejuzgado el resultado de la labor calificadora, al atribuir la condición de “Comisión” a la relación negocial que vincula al Intermediario profesional del mercado secundario, con sus clientes, cuando aquél actúa por cuenta de éstos. Y es bien cierto que, tradicionalmente -máxime en relación con los agentes de cambio y bolsa-, una de las cuestiones más debatidas ha sido precisamente cuál es la naturaleza jurídica de la relación de gestión, cabiendo dos posibilidades: que se trate de una verdadera *comisión*²⁷ o que se trate de un contrato de *mediación* o *corretaje*²⁸. Por lo que al

24 Se trata de un contrato de Comisión de Compra y Venta [“*Kommissionsgeschäft*”], de los §§ 400 y ss. HGB., que en definitiva es reconducible a la Institución del Contrato de Mandato retribuido o de causa onerosa [“*Geschäftsbesorgungsvertrag*”], regulado en los §§ 675 y ss., BGB., cuyo régimen la es aplicable subsidiariamente [BONILLA SAN MARTÍN, A. y MIÑANA VILLAGRASA, E.: “*Derecho bursátil*”, Madrid, 1924, ps. 29 y 45, al comentar lo dispuesto en los -hoy derogados- arts. 89, 96 y 97 CCo. VICENT CHULIA, F.: “*Compendio crítico de Derecho mercantil*”, t. II, edit. BOSCH, 3ª ed., Barcelona, 1991, p. 396. CACHÓN BLANCO, J.E.: “*Derecho del Mercado de Valores*”, cit., t. II, ps. 147. IBÁÑEZ GIMÉNEZ, J.W.: “Operación de Mercado: Comisión”, en VV.AA.: “*Lecciones de Derecho Bancario y bursátil*”, coord. por F. Zunuzegui Pastor, edit. COLEX, S.A., Madrid, 2001, p. 380. CANO RICO, J.R.: “*Mediación, Fe pública mercantil...*”, cit., p. 41. CANARIS, C.W.: “*Bankvertragsrecht*”, edit. WALTER DE GRUYTER, 2ª ed., Berlín/N.York, 1981, ps. 933 y s. RIPERT/ROBLOT: ibidem, lo califican de “*Mandat*”].

25 BROSETA PONT/MARTÍNEZ SANZ.: “*Manual...*”, cit., 12ª de., p. 305.

26 RUIZ CABRERO, J.: “*Los contratos bursátiles*”, edit. CENTRO DE DOCUMENTACION BANCARIA Y BURSÁTIL, Madrid, 1987, ps. 65 y ss.

27 La Sent. Trib. Milán, de 23.08.1924, en “*Monitorio dei Tribunali*”, 1925, p. 74, estableció que las modalidades de ejecución de la orden de Bolsa, y el sistema de conclusión del contrato “a la viva voz” podían encontrar una adecuada disciplina en las normas el mandato y de la *comisión*. Y la de la Sent. Trib. Apel. Milán, 2.08.1927, caso *Cigolotti c. Levi*, en “*Temi lombardi*”, 1927, p. 553, mantuvo el criterio de que la relación entre el agente y sus cliente, por virtud de la cual aquél compraba acciones, en nombre y por cuenta del segundo, es un mandato o comisión mercantil, en su modalidad sin poder de representación. Por su parte, la Sent. Trib. Apel. Venecia, de 8.02.1935, Caso *Banco delle Venezie c. Aletti* en “*Foro Venezie*”, 1935, p. 642, aunque aludía a la “mediación” lo hacía en términos tales que, de hecho, acababa por configurar a la “Orden de Bolsa”, como verdadero contrato de mandato o comisión. Y el propio RUOP-POLO llega a la misma conclusión: se trata de contratos de mandato o comisión sin representación, a despecho de las múltiples referencias que los textos legales contienen a términos como “mediación” ó “mediadores”, porque en realidad tales normas no pretenden definir ni caracterizar el contenido de la relación jurídica, sino sólo poner de manifiesto que los agentes de cambio y Bolsa poseen la condición de intermediarios profesionales [BIANCHI D’ESPINOSA, L.: “*I contratti di Borsa...*”, cit., p. 286, quien señala que no resulta decisivo el hecho de que disposiciones, como el art. 21, “in fine”, L.it., nº 272/1913, empleen -para referirse a los agentes de Bolsa- la expresión “mediadores”, porque esta denominación se refiere a la propia categoría profesional, y no resulta vinculante a efectos de la calificación jurídica de la actividad regulada].

28 Así parecía considerarlo RUIZ RUIZ, R.: cit., ps. 2 y s., quien señalaba que el agente de Bolsa intervenía como un intermediario neutral; un mediador, cuya actividad a todos aprovechaba, y no sólo a uno de los dos contratantes. Sin embargo, el autor terminaba adhiriéndose al criterio sentado por GARRIGUES, de que se trataba de “*comisionistas que obran en nombre propio y por cuenta de otros*”.

El criterio de que se trata de un contrato de Mediación fue defendido por las Sents. Trib. de Roma, de 7.02.1930, caso *Menichelli c. DePaolis*, en “*Rivista de Legislazione fiscale*”, 1930, 273, y 11.07.1931, caso *Olivieri c. Sindicatura de la quiebra de Olivieri*, en RDC., 1932, II, p. 117; por la Sent. Corte Apel. de Aquila, de 21.05.1929, caso *De Paolis c. Menichelli*, en apelación, en “*Rivista de Legislazione fiscale*”, 1929, III, 451, e incluso ha llegado a ser admitida por la *Corte di cassazione*, en sus sents. de 13 de enero de 1939, nº 94, en “*Giurisprudenza italiana*”, 1939, I, fasc. 1º, p. 234, o del 9 de enero de 1942, nº 26

Derecho italiano se refiere, el alcance de la disputa ya fue puesto de manifiesto por RUOPPOLO, quien –tras señalar que lo característico de la actividad intermediadora de los “*agenti di cambio*” italianos era la *ejecución de órdenes de compra y venta de títulos* (el autor añade: “en voz alta”: “*alla crida*”)- advertía que la calificación jurídica de tal actividad era objeto de polémica; polémica a la cual no logró escapar ni siquiera la Jurisprudencia italiana. En este sentido, el autor citaba una jurisprudencia relativamente copiosa –aunque un tanto parca, en cuanto a sus argumentos- en favor de cada una de las dos teorías en disputa²⁹. Criterio *disidente* y esencialmente distinto –explicable y asumible sólo desde la perspectiva del Derecho positivo italiano- mantuvo BIANCHI D’ESPINOSA, pues, sin aceptar que se tratase de un contrato de “Mediación”, tampoco se adhirió al criterio mayoritario de calificarlo como Mandato o Comisión, optando –en cambio- por atribuir a la relación entre el Intermediario profesional, que actúa por cuenta ajena, y su cliente, la condición de contrato autónomo “*sui generis*”, al que le serían aplicables –empero- algunas normas propias del contrato de Mandato³⁰.

Parecido es el criterio más extendido en los ordenamientos anglosajones, donde se afirma que la relación entre el Inversor y los profesionales del mercado suele ser un supuesto típico de “Agency” [“*Relationship between Principal and Agent*”]³¹.

A decir verdad, caben ambas posibilidades, como demuestra lo dispuesto en el art. 62, nº 1, apdo. a), párr. 2º, LMV./v.n./2007, cuando establece que se entenderá comprendida en el servicio recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros, “*la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros*”.

Mas, cuando de lo que se trata es de la “*ejecución ... por cuenta de clientes*” de “*órdenes de [dichos] clientes en relación con uno o más instrumentos financieros*”, entonces nos hallaremos –probablemente- ante un supuesto de contratos de *comisión* de compra y/o venta; verdaderos contratos de *comisión* o *mandato* mercantil *sin representación*³².

III.- ELEMENTOS PERSONALES DEL CONTRATO.

III.1.- El Comisionista.

La Comisión bursátil es –sin duda- un *contrato*, pero –a su vez- el Contrato es una realidad enormemente compleja, pues engloba tres aspectos o dimensiones: el Contrato-

26, en BBTC., 1942, II, fasc. 1º, p. 4, o de 27 de junio de 1938, nº 2702, en RDC., 1939, II, p. 33, entre otras, aunque bien es cierto que la mayoría de las veces el fallo no se veían influido por esta calificación jurídica.

29 RUOPPOLO, C.: “*Le Borse e i contratti di Borsa*”, edit. UTET., Turín, 1970, ps. 117 y ss.

30 BIANCHI D’ESPINOSA, L.: “*I contratti di Borsa...*”, cit., ps. 286 y ss., para quien lo que esencialmente diferenciaría a la “Orden de Bolsa” del “Mandato sin representación”, sería la inaplicabilidad de los arts. 1705 y 1735, Cod.civ.it., según los cuales el mandatario que concluye los contratos por cuenta de su comitente, asume los deberes y adquiere los derechos derivados del contrato o negocio “de realización”. De todos modos, el propio autor se ve obligado a admitir que el art. 1762 Cod. civ. it. hace la salvedad de lo que, para supuestos concretos de mandato, dispongan las leyes especiales.

31 Respecto del derecho inglés, vid. PAGE, A.C. y FERGUSON, R.B.: “*Investor Protection*”, edit. WIDENFELD & NICHOLSON, Londres, 1992, ps. 15 y ss. Por lo que se refiere al Derecho norteamericano, vid. LOSS, L. y SELIGMAN.: “*Fundamentals of securities regulation*” edit. LITTLE, BROWN & Co., 3º ed., Boston/Toronto, p. 663, respecto de la Secc. 3(a) (4), SAct./1933.

32 POLO DIEZ, A.: “Sobre la calificación jurídica del Agente de cambio y Bolsa”, en VV.AA.: “*Lecturas sobre Bolsa*”, edit. MINISTERIO DE HACIENDA – INSTITUTO DE ESTUDIOS FISCALES, Madrid, 1977, ps. 192 y ss.

negocio jurídico, el Contrato-Norma de conducta o “*lex privata*” y la Relación jurídica contractual; es decir: una relación *social*; intersubjetiva o interpersonal, lo cual significa que se ven involucrados en ella, al menos, dos sujetos. En primer término, el Contrato es un negocio jurídico: el Negocio jurídico *contractual*; negocio plurilateral que, como tal negocio, es fruto de la *autonomía privada*; está formado por el *conjunto de declaraciones de voluntad* que forman el *consentimiento* [oferta y aceptación] y, en calidad de tal, genera una serie de efectos en la esfera patrimonial [crear, modificar, regular o extinguir relaciones jurídicas patrimoniales]³³. El Contrato aparece, así, como una realidad negocial que, para producirse, requiere de la concurrencia de los elementos propios de su condición de negocio jurídico, aludidos por el art. 1261, CC. [inspirado en el art. 1108, Code civ.fr.]:

- * [capacidad, legitimación y] consentimiento de los contratantes
- * objeto cierto, que sea “*materia*” del contrato
- * causa de la obligación que se establezca³⁴.

A estos elementos habría que añadir otro más: el elemento de la *forma*. Todos ellos han de concurrir también, necesariamente, en los contratos *mercantiles*, como se deduce de los términos de los arts. 50 y 51, CCo., cuando disponen que estos contratos mercantiles se regirán -en todo lo que no se halle establecido por el Código “*de comercio*” o las leyes especiales- “*por las reglas generales del Derecho común*”, en “*todo lo relativo a sus requisitos*”, y que, asimismo, dichos contratos “*tendrán validez y producirán obligación y acción en juicio... cuales quiera que fueran la forma y el idioma en que se celebren... y la cantidad que tengan por objeto, con tal que conste su existencia por alguno de los medios que el Derecho civil tenga establecidos*”.

En segundo lugar, el Contrato también puede ser considerado en términos de norma *contractual* de conducta; una verdadera ley privada paccionada [“*lex contractus*”]. Así, el Contrato se manifiesta como una determinada regla de conducta a la que las partes han de someter su propia actuación. A este segundo aspecto o a esta segunda dimensión del Contrato hacen referencia, p.e., preceptos como el art. 1091, CC. que le atribuye “*fuerza de ley entre las partes contratantes*”³⁵, o como los arts. 1255 y ss., CC. donde se reconoce la validez y eficacia de todos los contratos; de “*el*” Contrato, en todas sus manifestaciones.

Y, por fin, el Contrato puede ser considerado, también, como expresión alusiva al fenómeno de la *relación* jurídica contractual, que no es el acto negocial ni tampoco la norma privada, sino la relación o “*vínculo*” existente entre los contratantes después de -y por- haber celebrado el contrato: una situación que crean, modifican, regulan o extinguen³⁶. En este sentido, la fuerza obligatoria de un contrato *compromete* de forma global a *aquél*

33 En este sentido, y comentando el art. 1-201 (3), UCC., señalan WHITE, J.J. y SUMMERS, R.S.: “*Uniform Commercial Code*”, edit. WEST PUBLISHING Co., 2ª ed., St. Paul, Minn., USA., 1980., p. 23 que el “*agreement*” significa “*pacto* [“*bargain*”] *entre las partes*”.

34 GARCÍA AMIGO, M.: “*Teoría General de las Obligaciones y Contratos*”, en “*Lecciones de Derecho civil*”, t. II, edit. McGRAW-HILL, Madrid, 1995, p. 119. GHESTIN, J.: “*La formation du Contrat*”, en VV.AA.: “*Traité de Droit civil*”, dir. por J. Ghestin, edit. LIBRAIRIE GÉNÉRALE DE DROIT ET JURISPRUDENCE, 3ª ed., Paris, 1993, p. 258.

35 CANO RICO, J.R.: “*Manual...*”, cit., t. I, 4ª ed., p. 45.

36 Díez-Picazo y Ponce de León, L.: cit., t. I, 4ª ed., ps. 123 y s. GARCÍA AMIGO, M.: “*Lecciones de Derecho civil*”, cit., t. II, ps. 119 y ss. En sentido similar, y comentando el art. 1-201 (11), UCC., señalan WHITE/SUMMERS.: cit., 2ª ed., p. 23, que allí se define al “*contract*” como “*la total obligación legal que resulta del acuerdo entre las partes*”.

que lo suscribe³⁷; razón por la cual la relación jurídica contractual no puede identificarse -sin más- con las relaciones jurídico-obligacionales que el contrato, en un momento dado, pueda crear. Este aspecto -y, en general, todas las reflexiones precedentes- revisten una extraordinaria importancia, a los efectos de exponer lo que ha sucedido con el Contrato de *Comisión bursátil*, pues -en mi opinión- la nueva "*lex contractus*" se ha visto influida, notablemente, por la regulación de los elementos subjetivos de la *relación* contractual, que cada vez incide con mayor fuerza, en el propio funcionamiento del contrato.

La Comisión bursátil es un contrato de comisión mercantil especial, cuya primera nota característica consiste en la especialidad *subjetiva*, ya que -como quiera que pertenece a la categoría general de los "*servicios de inversión*"- no cualquier sujeto puede participar en este contrato como *comitente*, sino sólo aquellos sujetos o entidades a quienes la Ley permite la prestación de tales servicios. Mas el Contrato de *Comisión bursátil*, es un contrato "*bursátil*" -siquiera en sentido amplio-, lo cual sugiere que podrían participar en este contrato como *comitentes*, aquellos sujetos *que puedan actuar en Bolsa*. Ahora bien; *¿son las dos cosas lo mismo?* ¿Existe una total coincidencia entre la aptitud para ser Comisionista *bursátil* y la aptitud para ser *miembro de una Bolsa*?

En mi opinión, a la interrogante que acabo de plantear hay que darle una *respuesta negativa*: la aptitud para ser Comisionista *bursátil* y la aptitud para ser *miembro de una Bolsa* son *dos cosas diferentes*, pues -aunque entre ambas puedan existir coincidencia materiales- lo cierto es que *existen diferencias* y zonas incomunicadas: La LMV. se basa en la idea -que aparece claramente reflejada en sus arts. 31, 36, 37, 39, 40 y 41- de que los miembros de la Bolsa -como los de otros mercados secundarios de valores e instrumentos financieros- pueden operar, ya por *cuenta ajena*, o ya por *cuenta propia*: si obran por cuenta propia, no estarán prestando -propiamente- un servicio a tercero, y -por este motivo- acaso la ley no resulten tan exigente con ellos, a la hora de reconocerles legitimación para ser *miembros del mercado*, *sin reconocerles* -también- *legitimación para prestar a terceros servicios de comisión bursátil*.

Así las cosas, los arts. 37 y 47, LMV. reconocen legitimación o aptitud para ser miembros de los mercados secundarios oficiales, incluyendo -ahora- las siguientes entidades:

- a) Las ESIs. que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia.
- b) Las entidades de crédito españolas.
- c) Las ESIs. y las entidades de crédito autorizadas en otros Estados miembros de la UE. que estén autorizadas para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia. El acceso podrá ser a través de cualquiera de los siguientes mecanismos:

1.º Directamente, estableciendo sucursales en España, de conformidad con el art. 71-*bis* del Tít. V, en el caso de ESIs., o de conformidad con el Cap. II, Tít. Vº, LDIEC., en el caso de entidades de crédito.

2.º "*Haciéndose miembros remotos del mercado secundario oficial, sin tener que estar establecidos en el Estado español, cuando los procedimientos de negociación o los sistemas del mercado en cuestión no requieran una presencia física para la realización de operaciones*".

37 AUBERT,J-L.: "*Le Contrat*", edit. DALLOZ, París, 1996, p. 97. Con menor claridad, vid. BUCHER,E.: "*Schweizerisches Obligationenrecht. Allgemeiner Teil*", edit. SCHULTESS POLYGRAP-HISCHER VERLAG, 2ª ed. relaborada y ampliada, Zürich, 1988, ps. 176 y s. MAIORCA,S.: "*Il Contratto. Profili della disciplina generale*", edit. G.GIAPPICHELLI EDITORE, Turin, s/f., ps. 253 y s.

- d) Las ESIs. y las entidades de crédito autorizadas en terceros Estados no miembros de la UE., siempre que, además de cumplir los requisitos previstos en el Título V de esta Ley para operar en España, en la autorización dada por las autoridades de su país de origen se les faculte para ejecutar órdenes de clientes o para negociar por cuenta propia. El Ministro de Economía y Hacienda podrá denegar o condicionar el acceso de estas entidades a los mercados españoles por motivos prudenciales, por no darse un trato equivalente a las entidades españolas en su país de origen, o por no quedar asegurado el cumplimiento de las reglas de ordenación y disciplina de los mercados de valores españoles.
- e) La AGE., actuando a través de la DGTPF., la Tesorería General de la SS. y el BE.
- f) Aquellas otras personas que, a juicio de la sociedad rectora del mercado secundario oficial correspondiente, quien tendrá en cuenta en particular las especiales funciones del mercado que pudieran ser atendidas por aquéllas:
- 1.º sean idóneas;
 - 2.º posean un nivel suficiente de aptitud y competencia en materia de negociación;
 - 3.º tengan establecidas, en su caso, medidas de organización adecuadas, y
 - 4.º dispongan de recursos suficientes para la función que han de cumplir, teniendo en cuenta los diversos mecanismos financieros que el mercado secundario oficial puede haber establecido para garantizar la correcta liquidación de las operaciones.

A la vista de estas nuevas circunstancias, cabe preguntarse si se habrá producido, o no, una *expansión del ámbito de los comisionistas* bursátiles. Dicho de otro modo: ¿cabe dirigir una orden de Bolsa, p.e., a la AGE? Yo creo que no: una cosa es la aptitud para ser miembros de la Bolsa, y otra -distinta- la condición de sujeto autorizado para llevar a cabo profesionalmente la prestación de servicios de inversión, a terceros. Esta cualidad solamente la poseen las ESIs., las SGIIC y las entidades de crédito.

Así las cosas; puesto que la Comisión bursátil constituye un servicio de inversión, es evidente que las entidades que se dediquen profesionalmente a prestar semejante servicio a terceros, tendrán la consideración de “*empresas de servicios de inversión*”, de conformidad con el art. 62, LMV./v.n./2007 [“*Las empresas de servicios de inversión son aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros sobre los instrumentos financieros señalados en el artículo 2 de la (LMV.)*”]. Estas empresas -entre las que se hallan las *sociedades y agencias de valores*- quedan sometidas a las disposiciones que contienen su régimen jurídico específico [como el RDESI./2008] y a la propia LMV., cuyas disposiciones alcanzan -igualmente- aunque sólo sea de modo parcial, a las *entidades de crédito*. En este sentido, el art. 65, LMV./v.n./2007 dispone que “[l]as entidades de crédito, aunque no sean empresas de servicios de inversión según esta Ley, podrán realizar habitualmente todos los servicios previstos en su artículo 63, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello” y que “a las entidades de crédito les serán de aplicación las disposiciones de esta Ley y sus normas de desarrollo en cuanto a la realización y disciplina de los servicios y actividades previstos en su artículo 63 y a su posible participación en los mercados secundarios oficiales”³⁸. En conse-

38 A este respecto, quisiera llamar la atención sobre dos hechos que concurren en este precepto: para empezar, el precepto no hace distinción entre servicios de *inversión*, propiamente dichos, y servicios *auxiliares*; es más, de hecho, como hace una referencia global y genérica a “*la realización y disciplina de los servicios y actividades previstos en su artículo 63*”, sin distinción entre unos y otros, parece que hay que concluir que las normas de la LMV. y demás, se aplicarían a *todos* los servicios bancarios en relación con los mercados de valores y con los instrumentos financieros, sin excepción.

cuencia, una de las partes de la Comisión *bursátil* –el *Comisionista*- necesariamente ha de ser una ESI. o bien una “*entidad de crédito*” [arts. 63, 64 y 65, LMV.] lo cual supone una reforzada profesionalidad y especialización, cuando menos -y sobre todo- en una de las dos partes contratantes³⁹.

Pues bien; la tesis que quiero exponer en este artículo es la que de el régimen de la empresa [de *servicios de inversión*] disciplina el comportamiento del empresario que presta los citados servicios, y -en concreto- incide sobre el *Comisionista bursátil*, de modo que haga efectiva, *adecuadamente*, la prestación de *gestión de intereses ajenos* que le es confiada, con total garantía de los diversos intereses y derechos de su cliente, el *Comitente*. Y, en mi opinión, este objetivo se logra a través de un agregado normativo que va *desde lo subjetivo-estructural*, hasta lo *objetivo-funcional*.

Quisiera proponer al Lector un simple ejercicio de imaginación: imagínese que la Comisión *bursátil* -como, en general, todo servicio de inversión- es un segmento de línea recta, cuyos dos extremos -punto A y punto B- están constituidos o representados, respectivamente, por la Empresa -punto A del segmento- y por el Contrato [punto B]. Imagínese, igualmente, que el segmento, en sí, representa un haz de normas jurídicas cuyo objeto viene dado por la menor distancia a uno de los dos puntos: hay normas jurídicas que regulan la *empresa* y normas jurídicas que regulan el *contrato*. Y hay normas que se hallan, más o menos, equidistantes de uno y otro extremo.

Las normas jurídicas próximas al punto A -la empresa- tienen por objeto, aparentemente, tutelar intereses asociados directamente a la empresa y el empresario, aunque -de modo reflejo o indirecto- puedan redundar en la protección de los intereses del Cliente, e incluso de los intereses generales relacionados con el Orden público económico del Mercado [la “*Funktionsschutz*”, de que habla la Doctrina alemana]. Las jurídicas próximas al punto B -el contrato- tienen por objeto, aparentemente, tutelar intereses asociados directamente al *Cliente-contratante*; en este caso, los intereses del *Comitente*, en cuanto *parte* del contrato de *Comisión bursátil*.

Pero existen otras normas -que situaríamos geométrica o espacialmente, en algún punto *distante de los puntos A y B*, y al que convencionalmente denominaré *punto C*- que tienen por objeto imponer la inserción dentro de la *estructura de la Empresa*, de *instrumentos y procedimientos* directamente *orientados a facilitar el cumplimiento de los contratos*.

Pues bien; las distintas reformas de la LMV., y especialmente la L.Ref.LMV./2007, desarrollada por el RDESI./2008, han introducido -primero-, y ahora han incrementado notablemente estos distintos grupos de normas; todos ellos, y -sobre todo- creo que, verdaderamente, han trazado este segmento, situando los distintos grupos de normas [A, B y C] en él; es decir: han *unido* mediante el trazado de ese *segmento*, la *Empresa* y el *Contrato* [de *Comisión*], para así convertirlo en un contrato *técnicamente* de empresa. O, siquiera, para aproximarle a esa categoría de contratos de empresa [actos de comercio], en los que la conexión es *unilateralmente técnica*.

Para empezar, el desarrollo de este tipo de actividades -los servicios de inversión-, por consiguiente, la actividad de *comisión bursátil* se halla condicionada o sometida a una previa *autorización administrativa*, que -tanto para las ESIs., como para las entidades de crédito- es *constitutiva*, y se halla condicionada al cumplimiento de diversos y complejos requisitos, previstos en el art. 67, LMV./v.n./2007, entre los cuales se encuentra el de que “*cuenten con los procedimientos, medidas y medios necesarios*

39 BROSETA PONT/MARTÍNEZ SANZ.: “*Manual...*”, cit., 12ª de., p. 305. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, J.W.: “*La Contratación en...*”, cit., p. 302.

para cumplir los requisitos de organización previstos en los apartados 1 y 2 del artículo 70-ter [LMV.]”, siendo así que el citado art. 70-ter, relativo a los requisitos de organización interna, dispone que las ESIs. y “las restantes entidades que, de conformidad con lo dispuesto en este Título, presten servicios de inversión” deberán “definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone”.

En primer lugar, los Comisionistas bursátiles -en tanto que empresas que prestan un servicio de inversión, con carácter profesional- deberán contar con una estructura adecuada y proporcionada en función de los servicios de inversión que presten, incluyendo una unidad que garantice el desarrollo de la función de cumplimiento normativo bajo el principio de independencia con respecto a aquellas áreas o unidades que desarrollen las actividades de prestación de servicios de inversión sobre las que gire el ejercicio de aquella función. Asimismo, deberá asegurarse la existencia de procedimientos y controles para garantizar que el personal cumple las decisiones adoptadas y las funciones encomendadas.

En segundo, deberán con sistemas de información que aseguren que su personal conoce las obligaciones, riesgos y responsabilidades derivadas de su actuación y la normativa aplicable a los servicios de inversión que presten.

En tercero, con medidas administrativas y de organización adecuadas para evitar que los posibles conflictos de interés regulados en el art. 70-quáter, LMV. perjudiquen a sus clientes. Asimismo deberán establecer medidas de control de las operaciones que realicen, con carácter personal, los miembros de sus órganos de administración, empleados, agentes y demás personas vinculadas a la empresa, cuando tales operaciones puedan entrañar conflictos de interés o vulnerar, en general, lo establecido en esta Ley [Se trata del régimen especial de las llamadas “operaciones personales”, reguladas en los arts. 34 y 35, RDESI./2008].

En cuarto, deberán llevar registros de todas las operaciones sobre valores e instrumentos financieros y servicios de inversión que presten de forma que se pueda comprobar que han cumplido todas las obligaciones que la presente Ley les impone en relación con sus clientes.

En quinto, deberán adoptar las medidas adecuadas para proteger los instrumentos financieros que les confían sus clientes y evitar su utilización indebida [Se trata del régimen de “protección de los activos de los clientes”, regulado en los arts. 39 a 43, RDESI./2008].

Asimismo, las entidades que presten servicios de inversión -es decir: no solamente las ESIs., propiamente dichas- deberán disponer de procedimientos administrativos y contables adecuados, de mecanismos de control interno y de técnicas eficaces de valoración de los riesgos para la entidad, incluyendo un órgano de verificación que desempeñe la función de auditoría interna bajo el principio de independencia, elaborando un plan de auditoría, para examinar y evaluar la adecuación y eficacia de los sistemas, mecanismos de control interno y disposiciones de la empresa de servicios de inversión, formular recomendaciones a partir de los trabajos realizados en ejecución del mismo y verificar el cumplimiento de las mismas.

También deberán adoptar medidas adecuadas para garantizar, en caso de incidencias, la continuidad y regularidad en la prestación de sus servicios.

Asimismo, adoptarán las medidas necesarias para que el riesgo operacional no aumente de forma indebida cuando confíen a un tercero la realización de servicios de inversión o el ejercicio de funciones esenciales para la prestación de los servicios de inversión.

Por su parte, las entidades de crédito que presten servicios de inversión deberán respetar los requisitos de organización interna contemplados en este apartado, con las especificaciones que reglamentariamente se determinen, correspondiendo al Banco de España las facultades de supervisión, inspección y sanción de estos requisitos. A las citadas entidades no les resultará aplicable la prohibición de utilizar por cuenta propia los fondos de sus clientes que se establece en la letra c) anterior.

Tan complejo contenido de deberes organizativos -que, por lo demás, no he expuesto en su totalidad- es objeto de desarrollo reglamentario, por el RDESI./2008, y en este sentido, merece destacar -por encima de todo- el contenido de su Tít. II, sobre otras cuestiones del régimen jurídico de las ESIs, y de las restantes entidades que prestan servicios de inversión, que consta de los arts. 27 al 53, y se halla formado por tres capítulos, dedicados -respectivamente- a los requisitos organizativos de las referidas entidades; a los requisitos financieros de las ESIs, y -por fin- al régimen de las actividades y las operaciones desarrolladas por las ESIs. Téngase en cuenta que -dentro de ese conjunto de preceptos- se hallan reguladas materias tales como la *delegación* de funciones o servicios [Secc. 4ª, Cap. Iº, Tít. II], la *protección de los activos de los clientes* [Secc. 5ª, Cap. Iº, Tít. II] o los *conflictos de interés* [Secc. 6ª, Cap. Iº, Tít. II]. En este sentido, podemos afirmar -sin excesivo temor- que las normas del Tít. II, RDESI./2008 son normas que se sitúan en el *punto C* del segmento antes descrito.

Mas, como veremos, las principales novedades o desarrollos se encuentran en que, tanto la L.Ref.LMV./2007 como el RDESI./2008, han reformulado y mejorado el sistema de "*normas de conducta*" que se había establecido en el Tít. VII, LMV./v.a., y en el RD. nº 629/1993, de 03.05.1993, hoy derogado. Estas normas, que se hallan en el Tít. VII, LMV./v.n./2007 y en el Tít. IV, RDESI./2008 -a su vez- podrían calificarse como normas que se sitúan en el *punto B* del segmento.

III.2.- El Comitente: sus clases.

El Comitente es aquel contratante que, en el marco de un contrato de comisión, confía el encargo cuya ejecución debe llevar a cabo el Comisionista; se trata -en última instancia- del titular directo o indirecto [en los casos de subcomisión o transferencia de órdenes] del interés que se gestiona. Pues bien; a este respecto, ya he señalado cómo la LMV./v.n./2007 se halla especialmente preocupada por la tipología socioeconómica y la clasificación jurídica de los distintos tipos de clientes.

A decir verdad; el sistema de la LMV./v.n./2007 y del RDESI./2008 gira en torno a la distinción entre -en primer lugar- contrapartes elegibles y clientes, y dentro de estos últimos -en segundo término- a la distinción entre clientes *profesionales* y clientes *minoristas*. Claro que la distinción entre contraparte elegible y cliente no debe ser interpretada en el sentido de que los sujetos a quienes se considere "*contraparte elegible*" no sean, en sí, "*clientes*", entendida esta expresión en un sentido amplísimo, como equivalente -por lo que aquí interesa- a "*comitentes*". Lo que sucede es que la LMV./v.n./2007 y el RDESI./2008 utilizan el término "*cliente*" en una acepción propia, *especial*, acaso orientada a enfatizar que el Cliente pone su confianza en la profesionalidad de un Comisionista que es profesional, mientras que él no lo es, o no actúa como tal. Pareciera que existe una cierta *asimetría* entre Cliente y Prestador de servicios de inversión, que contrasta con la *simetría* que -por el contrario- existe entre Prestador de servicios de inversión y *Contraparte elegible*. En este sentido, la L.Ref.LMV./2007 ha pretendido establecer un régimen *diferenciado* de protección a los clientes ["*lato sensu*"]; protección que es *más intensa*, cuando se trata de clientes *minoristas*; algo *menor* cuando se trata de clientes *profesionales*, y se reduce al míni-

mo cuando el cliente es lo que se denomina una “contraparte elegible”⁴⁰, como revela el art. 78-ter, nº 2, LMV./v.n./2007, cuando dispone que “[l]as empresas que presten servicios de inversión autorizadas para ejecutar órdenes por cuenta de terceros, ... o recibir y transmitir órdenes podrán realizar estas operaciones, o los servicios auxiliares directamente relacionados con las mismas, con las [contrapartes elegibles] sin cumplir las obligaciones establecidas en los artículos 79 bis, 79 ter y 79 sexies, siempre que dichas entidades sean informadas previamente de ello y que no soliciten expresamente que se les apliquen”.

Pues bien; el art. 78-ter, nº 1 establece que “tendrán la consideración de contrapartes elegibles las siguientes entidades: empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el Derecho nacional de un Estado miembro, empresas señaladas en las letras d) y e) del apartado 3 del artículo 62, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, Bancos Centrales y organismos supranacionales. También tendrán dicha consideración las entidades de terceros países equivalentes y las comunidades autónomas”, así como “si se solicita, también ... las empresas que cumplan los requisitos que se establecen en la letra e) del apartado 3 del artículo 78 bis, en cuyo caso sólo será reconocida como contraparte elegible en lo relativo a los servicios u operaciones para los que pueda ser tratada como cliente profesional. Se entenderán incluidas las empresas de terceros países que estén sujetas a requisitos y condiciones equivalentes”. Y, por su parte, el art. 58 [“Contrapartes elegibles”], RDESI./2008, establece que, “[a]demás de lo dispuesto en el artículo 78-ter.1, primer párrafo de la [LMV.], también tendrán la consideración de contrapartes elegibles las entidades mencionadas en las letras a) a d) del artículo 78 bis.3 de dicha Ley que no estén expresamente enumeradas en aquel artículo”.

Por el contrario, el art. 78-bis, nº 1, LMV./v.n./2007 establece que, a los efectos de lo dispuesto en su Tit. VII, tendrán la consideración de clientes profesionales “aquellos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos”; en particular “a) Las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la [UE.]”⁴¹, “b) Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar”, “c) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones: 1.º que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; 2.º que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; 3.º que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros”, “d) Los inversores institucionales que, no incluidos en la letra a) tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros [Incluidas, en particular, las entidades de capital riesgo y sus sociedades gesto-

40 TAPIA HERMIDA, A.J.: “7. La reforma...”, cit., ps. 310 y 312.

41 “Se incluirán entre ellas las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales”.

ras]” y “e) Los demás clientes que lo soliciten con carácter previo, y renuncien de forma expresa a su tratamiento como clientes minoristas”⁴².

Por fin, se considerarán clientes minoristas “*todos aquellos que no sean profesionales*”.

Mas, la condición de contraparte elegible no es necesariamente excluyente de la condición de “*cliente*”. Así, el mismo art. 58, nº 2, RDESI./2008 añade que, cuando, en virtud de lo dispuesto en el art. 78-ter, nº 2, segundo párrafo, LMV., “*una contraparte elegible solicite el trato como cliente, sin solicitar su consideración como cliente minorista, se le tratará como cliente profesional, si la entidad está de acuerdo. En caso contrario, se estará al procedimiento descrito en el [art. 78-ter, nº 2, adpo. e)]*”.

Por lo demás, sigue vigente el art. 183, Regl.Bols., que prohíbe “*entrar en Bolsa*”, a una serie de personas como los sometidos a procedimiento concursal, los que “*hubieren faltado a compromisos contraídos por operaciones legalmente concertadas en Bolsa*”, etc.

IV.- FORMACIÓN DEL CONTRATO.

La Comisión bursátil pertenece a la categoría -absolutamente mayoritaria- de los contratos *consensuales* y no formales⁴³: se perfecciona por el mero consentimiento de las partes, pudiéndose admitir incluso las órdenes verbales o telefónicas. De hecho cada vez son más frecuentes las órdenes por vía informática⁴⁴. En este sentido, lo que sí resulta de todo punto posible es que las ESIs. y las entidades de crédito puedan operar como comisionistas del Mercado de valores, a través del sistema de acceso remoto.

Ni siquiera el art. 76, RDESI./2008 cuando dispone que el Ministro de Economía y Hacienda determinará los supuestos en los que la existencia de contratos-tipo o contratos reguladores de las actividades u operaciones de que se trate, será obligatoria para las entidades que presten servicios de inversión a clientes minoristas, y el contenido mínimo de tales contratos, permite considerar que estos contratos se hayan convertido en formales.

Sin embargo, los contratos de comisión bursátil presentan algunos rasgos característicos: en primer lugar, que el comisionista profesional del Mercado secundario de valores *no puede negarse* a desempeñar el encargo. En este sentido, los arts. 39, LMV. y 139, 140 y 201, Regl.Bols. disponen que el Agente -antes-, y hoy la Sociedad o Agencia de Valores, que hayan sido requeridos para intervenir en una operación de Bolsa, no

42 “*La admisión de la solicitud y renuncia quedará condicionada a que la empresa que preste el servicio de inversión efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente en relación con las operaciones y servicios que solicite, y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos. Al llevar a cabo la citada evaluación, la empresa deberá comprobar que se cumplen al menos dos de los siguientes requisitos:*

1.º *que el cliente ha realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores, con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;*

2.º *que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a 500.000 euros;*

3.º *que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos.*

El Gobierno y, con su habilitación expresa, el Ministro de Economía y Hacienda o la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrán determinar la forma de cálculo de las magnitudes señaladas en este apartado y fijar requisitos para los procedimientos que las entidades establezcan para clasificar clientes”.

43 RIPERT/ROBLOT.: cit., t. II, 11ª ed., p. 86. IBÁÑEZ MARTÍNEZ,J.W.: “Operación de Mercado: Comisión”, cit., p. 388, quien afirma que la forma contractual del contrato de Comisión bursátil es libre.

44 IBÁÑEZ MARTÍNEZ,J.W.: “Operación de Mercado: Comisión”, cit., p. 388.

podrán negarse a evacuar el encargo⁴⁵, pero, como contrapartida de esta obligatoriedad de la comisión, las Sociedades o Agencias tendrán derecho, antes de toda negociación, a exigir las *provisiones* de fondos y las *coberturas* -caso de que se tratase de llevar a cabo operaciones a plazo-, que se detallan en los arts. 139 y 140. Y ésto, sin contar -además- con el acreditamiento de los extremos señalados en el art. 141, Regl.Bols. Por consiguiente, los arts. 139 y 201, Regl.Bols. ponen de manifiesto una divergencia radical entre los intermediarios profesionales de una Bolsa de valores y un comisionista mercantil común y corriente: mientras el Código de comercio permite a un comisionista negarse a asumir el encargo del comitente -lo cual equivale a decir “*negarse a contratar*”-, siempre y cuando comunique su negativa al comitente por el medio más rápido, confirmando esta negativa posteriormente, por correo, en cambio, y a la inversa, *al comisionista bursátil, en la medida en que monopoliza la contratación en Bolsa, le está prohibido negarse a contratar*⁴⁶, pero -en contrapartida- se le permite negarse a llevar a cabo el encargo si no se le hace la oportuna provisión de fondos, o la cobertura, en su caso, si se tratara de una operación a plazo⁴⁷. Nos encontramos aquí con un *contrato forzoso* para el Agente -actualmente, para la Sociedad o Agencia de Valores-. Ahora bien, esto *no significa que se trate de una relación jurídica no contractual*; no nacida de la voluntad de ambas partes, porque, aún estando el agente o intermediario obligado a contratar la comisión, es obvio que deberá *prestar su consentimiento*, emitiendo la *declaración de aceptación*, correspondiente con la oferta contractual que le dirige el Cliente. De todos modos, como la promulgación de la LMV. podría plantear el problema de si este régimen de imposición “*ex lege*” de un deber de contratar [“*de contrahendo*”] continúa vigente, o no, hemos de insistir en que la respuesta debe ser afirmativa: la Comisión bursátil continúa siendo -cuando haya de tener lugar- un contrato forzoso. En este sentido, el único precepto que encontramos en la LMV. es el art. 39:

“*Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar, por cuenta de sus clientes, las ordenes que reciba de los mismos, para la negociación de valores en el correspondiente mercado...*”⁴⁸.

Es más; el deber “*de contrahendo*” se ha expandido y ampliado, porque el art. 39, LMV., a diferencia de los arts. 139 y ss., Regl.Bols., no hace distinción entre operaciones de contado y operaciones a plazo. De todos modos, el cumplimiento de la obligación esencial y característica de ese contrato de comisión -concluir los negocios

45 BROSETA PONT/MARTÍNEZ SANZ.: “*Manual...*”, cit., 12ª ed., p. 305. POLO DIEZ,A.: “*Sobre la calificación...*”, cit., p. 01. CACHÓN BLANCO, J.E.: “*Derecho del Mercado de Valores*”, cit., t. II, p. 148.

46 RIPERT/ROBLOT: *ibidem*, aunque indican el precedente -en sentido contrario- de la Sent. Trib. del Sena, de 7.03.1960, en “*Banque*”, 1960, p. 740.

47 SANCHEZ CALERO,F y SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “*Instituciones de Derecho Mercantil*”, t. II, edit. EDESA, 17ª ed. Madrid, 1994, p. 247. VICENT CHULIA,F.: “*Compendio...*”, cit., t. II, 3ª ed., p. 396.

48 CACHÓN BLANCO,J.E.: “*Derecho del Mercado de Valores*”, cit., t. II, p. 148.

A la vista de los términos con que se expresa el legislador, creemos que cabe afirmar que el precepto de la LMV. ha recogido el mismo principio que subyace en los arts. 139 y 201, Regl.Bols., porque, de acuerdo con sus términos literales -y aunque no se indique expresamente que los miembros de un mercado oficial “*no podrán negarse*”, cuando fueran requeridos por sus clientes para intervenir en la negociación de unos valores-, parece que cabe deducir que la legislación del mercado de valores impone un *deber de contratar* [“*obligatio de contrahendo*”], de modo que los diversos intermediarios profesionales de los distintos mercados tendrán el deber de concluir un contrato de comisión especial, con todos aquéllos clientes que lo soliciten, en orden a la negociación de valores e instrumentos financieros, efectuada por cuenta ajena. Igualmente, IBÁÑEZ JIMÉNEZ,J.W.: “*La Contratación en...*”, cit., p. 302, quien habla de la “*obligatoriedad o carácter necesario*” de la Comisión bursátil, pues es inevitable el darle curso para poder negociar valores o instrumentos en un mercado secundario, sea directamente al “*broker*” u operador del mercado legalmente habilitado, sea indirectamente a través de otra entidad... Dicho operador debe aceptar y cumplir el encargo, si el cliente provisiona y garantiza correctamente la operación encargada.

denominados de realización, con terceros- puede ser suspendido o interrumpido por el comisionista profesional, hasta tanto se le proporcionen la provisión o la cobertura señaladas [De esta cuestión trataré posteriormente].

V.- CONTENIDO DEL CONTRATO: OBLIGACIONES DEL COMISIONISTA.

V.1.- Consideraciones generales.

Todo contrato de comisión -y también la Comisión *bursátil*- es un contrato bilateral o sinalagmático, que produce obligaciones así para el Comitente, como para el Comisionista⁴⁹. Por lo que a este último se refiere, los diversos deberes contractuales que le incumben pueden ser agrupados en torno a dos ejes o polos, que son las dos obligaciones esenciales del Comisionista⁵⁰: En primer lugar: ejecutar el encargo o la comisión aceptada o que haya sido comenzada a evacuar. En segundo, rendir cuentas especificadas y justificadas⁵¹, a las que, por algunos autores, se suma la prohibición de auto-entrada⁵². Pero la Comisión *bursátil* requiere de una regulación especial, que -hasta la promulgación de la LMV.- se encontraba, exclusivamente, en el Regl.Bols./1967, del que hoy aún siguen en vigor -entre otros- los preceptos del Cap. VII -arts. 139 al 164-, referidos a las “*Normas de contratación*”, que comienzan poniendo de manifiesto que la Comisión *bursátil* es un *contrato forzoso*, para el Comisionista: el art. 139, Regl.Bols. establece que el Comisionista -antes el Agente de Cambio y Bolsa, hoy la ESI. o entidad de crédito- “*requerid[as] para intervenir en una operación de Bolsa al contado*”⁵³, *no podr[án] negarse a ello*”: no es que no se pueda negar a cumplir -esto es algo obvio-, sino que *no es puede negar a contratar*. [Obsérvese que el art. 141, párr. 2º, hablar de “*aceptar la operación de contado*”].

Otros preceptos del Regl.Bols./1967 se ocupan, más bien, de la forma de formular e interpretar las ofertas de compra o venta de los valores, el deber de concluir el negocio de realización, aceptando “*con carácter firme la operación si otro [comisionista] cierra la oferta o solicitud hecha, siempre que la operación sea al menos por las cuantías mínimas señaladas en el [art. 145] [art. 146, Regl.Bols.], etc.*”, aunque muchas de las referidas disposiciones tienen más que ver con la *Compraventa* de valores, que con la *Comisión bursátil*, propiamente dicha. Otras normas que pueden tener incidencia sobre el Contrato de *Comisión*, se hallan en el Cap. VIII [“*Reclamaciones por incumplimien-*

49 GAY DE MONTELLÁ,R.: “*Código de comercio español comentado (Legislación, Jurisprudencia y Derecho comparado)*”, t. IV, edit. BOSCH, CASA EDITORIAL, Barcelona, 1948, p. 120. LANGLE RUBIO,E.: “*Manual de Derecho Mercantil español*”, t. III, edit. BOSCH, Barcelona, 1959, p. 289, quien señala que la Comisión mercantil es un contrato bilateral, oneroso y conmutativo, a no ser que haya pacto en contrario. ROVIRA MOLA,A.de.: cit., p. 446.

50 GARRIGUES DIAZ-CAÑABATE,J.: “*Tratado de Derecho mercantil*”, t. III, vol. 1º, Madrid, 1964, p. 464. URÍA GONZÁLEZ,R., MENÉNDEZ MENÉNDEZ,A. y ALONSO SOTO,R.: “Capítulo 61.: Contratos de Colaboración: el Contrato de Comisión”, en VV.AA.: “*Curso de Derecho mercantil*”, t. II, “*La Contratación mercantil. Derecho de los valores. Derecho Concursal. Derecho de la Navegación*”, dir. por R.Uría González y A.Menéndez Menéndez, edit. CIVITAS,S.A, Madrid, 2001, p. 158.

51 URÍA GONZÁLEZ/MENÉNDEZ MENÉNDEZ/ALONSO SOTO.: “Capítulo 61.: Contratos de Colaboración: el Contrato de Comisión”, cit., p. 158.

52 URÍA GONZÁLEZ/MENÉNDEZ MENÉNDEZ/ALONSO SOTO.: “Capítulo 61.: Contratos de Colaboración: el Contrato de Comisión”, cit., p. 158.

53 Como señalé anteriormente, creo que la LMV. ha ampliado esta obligación, incluso a la celebración de operaciones a plazo, por encargo del Comitente.

to de operaciones bursátiles”], pero -de nuevo- se produce otra mezcla de preceptos que inciden sobre las compraventas de valores, con otros que inciden sobre los contratos de comisión, sin que a veces se aprecie con claridad, cuáles son unos y cuáles los otros, o si algunos puede aplicarse indistintamente a ambos tipos de relaciones.

Pero, en la actualidad -además de lo dispuesto en el Regl.Bols./1967- el régimen jurídico de las obligaciones del Comitante, en la Comisión *bursátil*, viene establecido por la LMV. y por el RDESI./2008, cuyos contenidos ya he tenido ocasión de ir anticipando. Así; como es característico de cualquier contrato de comisión, la obligación esencial del Comisionista *es realizar el negocio o la gestión que le ha sido encomendada, evacuando el encargo conferido*. Este tipo de obligación, que se reconoce con carácter general en el propio CCo./1885, aunque se formule en términos más claros, por el art. 1718, CC., reaparece, impuesta con todo rigor *para el Comisionista bursátil*, en el art. 39, LMV:

“Quien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial vendrá obligado a ejecutar, por cuenta de sus clientes, las órdenes que reciba de los mismos para la negociación de valores en el correspondiente mercado. No obstante, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación, tratándose de operaciones al contado, a que se acredite por el ordenante la titularidad de los valores o a que el mismo haga entrega de los fondos destinados a pagar su importe. En las operaciones a plazo, podrá subordinar el cumplimiento de dicha obligación a la aportación por el ordenante de las garantías o coberturas que estima conveniente que, como mínimo, habrán de ser las que, en su caso, se establezcan reglamentariamente”.

Con estos términos, el Legislador hace patente el carácter *gestor* de la relación cliente/intermediario profesional, por cuanto se insiste en que las ordenes se ejecutan “*por cuenta*” del primero. Y, dado que las ordenes que se contemplan en el precepto son las ordenes de negociación de valores, en el sentido que a esta expresión se atribuye en la LMV., también se hace evidente que nos hallamos ante un supuesto de comisión de *compra y/o de venta*, bien que la reforma de la LMV. determine una ampliación de los tipos de operaciones “*de los mercados secundarios de valores*”, que ya *no* serán sólo “*compraventas*”, en sentido propio. Por consiguiente, el deber de cumplir el encargo recibido, de comprar o vender valores negociables, es incardinable dentro de las obligaciones de cualquier comisionista o mandatario.

Llama la atención el que la posibilidad de una “*exceptio non adimpleti contractus*”, de los arts. 1100 y 1124, CC., aplicable -en principio- a todo contrato bilateral o sinalagmático -y este lo es-, no se asocie o se vincule al incumplimiento de las obligaciones de pago de la *comisión*, que es la obligación o prestación que constituye la *causa* del compromiso del Comisionista bursátil: la razón es que, en el Contrato de Comisión -que es un contrato que produce *obligaciones de resultado*-, el premio *no se devenga* hasta que se ha logrado *obtener el cumplimiento de la otra parte*, que supone la celebración y la ulterior ejecución del *negocio de realización*. En efecto; el Contrato de Comisión mercantil, desde la perspectiva de las obligaciones del Comisionista se manifiesta claramente como un contrato generador de obligaciones *de resultado*, y no de mera actividad, ya que obliga al Comisionista, a concluir el contrato con el tercero y a *recibir de éste las prestaciones a que se halle obligado*, para transmitir su producto al Comitante. En realidad, la obligación de rendición de cuentas y traslado de productos percibidos se hallan más próximas de lo que cabe suponer. Sin embargo, lo que no puede imponerse al Comisionista, salvo que éste lo consienta, es la responsabilidad por el mal fin de la operación, ya que éste es un acto absolutamente ajeno a su actuación, por depender de la voluntad del tercero.

Ahora bien, desde la perspectiva de las obligaciones del Comitante, la situación adquiere otro cariz: en el primer caso -si el Contrato de Comisión fuera un mero contrato generador de obligaciones “*de actividad*”-, el Comisionista tendría derecho a per-

cibir el premio, cuando hubiera desarrollado una actividad tendente a obtener el resultado deseado, aunque luego no lograra obtenerlo, efectivamente [Según VICENT CHULLIA, este sistema se utiliza en Francia⁵⁴, con objeto de recompensar el esfuerzo del Comisionista]. En el segundo, el Comisionista sólo podría reclamar el pago de la comisión, cuando efectivamente hubiera obtenido el resultado. Este parece ser el criterio que sigue nuestro Ordenamiento jurídico, donde la orientación parece ser la de reconocer al Comisionista el derecho a percibir el premio de la Comisión, no sólo cuando efectivamente se haya llegado a celebrar el contrato que constituye el negocio de realización, sino si -además- el Tercero ha cumplido las obligaciones derivadas de este negocio de realización. En el mismo sentido se decanta el Derecho alemán, donde el § 396 HGB. establece a este respecto lo siguiente.:

“El Comisionista puede exigir la comisión, cuando el negocio ha llegado a su ejecución (“wenn das geschäft zur Ausführung gekommen ist”)...”,

sentando -de este modo- el principio inverso de que el derecho a la percepción del premio o comisión sólo nace -o sólo es exigible- cuando el negocio de realización no sólo ha sido perfeccionado, sino también *cumplido*, salvo en ciertos supuestos excepcionales⁵⁵.

Por lo que al Ordenamiento jurídico español se refiere, resulta muy importante lo dispuesto en el art. 273, CCo. cuando obliga al Comisionista a encargarse puntualmente de la cobranza de las cantidades que los terceros estuvieran debiéndole al Comitente. Incluso en el art. 1718, párr. 2º, CC., cuando dispone que el Mandatario “[d]ebe también acabar el negocio que ya estuviese comenzado al morir el madante, si hubiere peligro en la tardanza”. Este “acabar el negocio que ya estuviese comenzado” sugiere -en mi opinión- la figura de un contrato que ya fué “concertado” por el Mandatario-comisionista; que ya se perfeccionó o se concluyó, por su intervención gestora, pero que está en fase de cumplimiento y todavía no se ha consumado.

Por este motivo, cuando se piensa en la Comisión de Venta de valores, se aprecia que primero los valores han de entregarse al Comisionista [arts. 250, CCo. y 39, LMV.], que los habrá de *custodiar* [arts. 265 y 266, CCo. y 39 y ss., RDESI./2008], *distinguir* de los propios y de los pertenecientes a otros clientes, cuando recibiere valores o instrumentos de distintos comitantes [arts. 268, CCo y arts. 39 al 42, RDESI./2008]; posterior y sucesivamente, el Comisionista *vendedor*, *procederá a venderlos*, celebrando el contrato con el Tercero comprador en condiciones, y -por fin- habrá de encargarse puntualmente de la gestión del cobro, ya que -en principio- no puede vender al fiado ni a plazo sin consentimiento del Comitente [arts. 270 y 273, CCo.]. Y, a la inversa, pero paralelamente, cuando se piensa en la Comisión de Compra de valores, se aprecia que primero habrá de recibir los fondos, que debe proporcionarle, como provisión de fondos, su Cliente, fondos que -en su poder- quedarán sometidos, asimismo a lo previsto en los arts. 39 y ss., RDESI./2008. Seguidamente, el Comisionista *comprador*, *procederá a comprar*

54 En el Derecho francés -al parecer- el derecho al premio se adquiere desde la perfección del negocio de realización, e incluso cabe la posibilidad de que el Comisionista tenga derecho a percibir un premio parcial, por los servicios realizados conducentes a la perfección del negocio, aunque dicha perfección no se haya producido.

55 En este sentido, señalan BAUMBACH, A., DUDEN, K. y HOPT, K. I.: “*Handelsgesetzbuch mit Grub H. & Co. Recht der Allgemeinen Geschäftsbedingungen und Handelsklauseln, Bank- und Börsenrecht, Transportrecht (ohne Seerecht)*”, edit. C.H. BECK/SCHÖNE VERLAGSBUCHHANDLUNG, 28ª ed., Munich, 1989, p. 756, que la plena comisión es obtenida por el Comisionista cuando el contrato de realización es cumplido por el tercero contratante. También se hace exigible el derecho a percibir el premio o comisión, cuando la falta de cumplimiento del negocio de realización es debida exclusivamente a una causa que dependa sólo de la persona del Comitente. De todos modos, el HGB. también prevé algún supuesto de premio por prestación de simples servicios, incluso con anterioridad a la conclusión del negocio de realización de la Comisión [no digamos a su cumplimiento].

los que se le haya ordenado, celebrando el contrato con el Tercero vendedor, y –por fin- habrá de encargarse puntualmente de la *recepción y transferencia* de los valores a su Comitente. Este grado de intervención en el *Negocio de realización* de la Comisión *bursátil* se encuentra presente en el art. 80, nº 1, apdo *d*), que establece que “[c]uando la entidad sea responsable de la supervisión o de la realización de la liquidación de la orden ejecutada, deberá adoptar todas las medidas razonables para garantizar que los instrumentos financieros o los fondos recibidos del cliente para la liquidación de la orden, se asignan de forma rápida y correcta a la cuenta del cliente correspondiente”.

Por lo que hace al modo o forma en que se ha de actuar para ejecutar el encargo, podríamos afirmar que la obligación del Comisionista se sitúa en las siguientes coordenadas:

1. Actuación con respeto a lo dispuesto en las leyes.
2. Sumisión a las instrucciones del Comitente.
3. Defensa del interés del Comitente.
4. Desempeño personal de la comisión.

Estas reglas se establecen y desarrollan -con carácter general- en el régimen del CCo., mas -como ya señalé- la Comisión *bursátil* precisa de un régimen *especial*, que podría sintetizarse en dos grandes ideas:

(a) Por una parte, hay una “*empresarialización*” del contenido del contrato, ya que, como dije, las reformas de 2007/2008 han convertido a la Comisión *bursátil* en un contrato de empresa, *en sentido técnico*, de forma que el propio *régimen de la Empresa* está diseñado para *hacer efectivo el cumplimiento de los encargos de gestión* u órdenes de Bolsa.

(b) Por otra, hay un *extraordinario desarrollo* del contenido de lo que en el CCo. aparecen como obligaciones generales del Comisionista, como si la LMV. y el RDESI./2008 hubieran *definido obligaciones “dentro de las obligaciones”*, especificando hasta el extremo -p.e.- las normas sobre defensa del interés del Comitente o sobre desempeño personal de la comisión.

VI.2.- Deberes informativos.

Antes -incluso- de entrar en la propia ejecución del encargo conferido, existen ciertos deberes *preliminares* que, en algunos casos, llegan incluso a ser *precontractuales*. En el régimen general del Contrato de Comisión, esos deberes se hallan constituidos por el de comunicar el rehuso de la comisión y el de custodiar los efectos que se hayan entregado al comisionista, incluso antes de concluir el propio contrato de *comisión*, acompañando -acaso- a la oferta contractual. Mas, en el caso de la Comisión *bursátil*, esta posibilidad queda limitada al caso de que se ordene efectuar operaciones *a plazo*, porque la comisión para celebrar operaciones al contado es *forzosa*.

Sí cabe, ciertamente, que incluso *antes de aceptar* [art. 141, Regl.Bols./1967], el Comisionista *bursátil* que haya recibido efectivo o instrumentos financieros con el fin de ejecutar alguna orden de compra o venta en el mercado, lleve a cabo las medidas previstas, p.e., en los arts. 39 y ss., RDESI./2008, pero -en realidad- las obligaciones precontractuales -o, siquiera, primarias- más importantes son los *deberes de información*. Así, las entidades que presten servicios de inversión, en cuanto actúen como comisionistas *bursátiles*, deberán proporcionar información a sus comitentes; *información* impuesta, con carácter general, en el *Tít. VII, LMV.*, dentro de las *normas de conducta* -concretamente, en el art. 79-bis, LMV./v.n./2007-, que luego viene detallada en los *arts. 60 al 70, RDESI./2008*, aunque -también- deberán recibirla de sus clientes. En este sentido, esos flujos de información, aunque de sentido inverso, contribuyen -precisamente- a la mayor diligencia y transparencia.

La regla general es que las entidades que presten servicios de inversión deberán mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes, *sobre la entidad y los servicios que presta*; sobre los *instrumentos financieros* y las *estrategias de inversión*; sobre los *centros de ejecución de órdenes* y sobre los *gastos y costes asociados* de modo que les permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, pudiendo tomar decisiones con conocimiento de causa⁵⁶.

La información debe ser “*imparcial, clara y no engañosa*”, conforme previene el art. 60, RDESI./2008, que detalla las condiciones a cumplir: identificación de la entidad que preste los servicios de inversión, exactitud -indicando los beneficios potenciales, pero también los riesgos de la inversión-, suficiencia y comprensibilidad “*para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige o para sus probables destinatarios*”, y un largo “*et cetera*”. Asimismo, el RDESI./2008 establece múltiples normas específicas en materia de obligaciones de información, dedicando preceptos específicos a la información referida a la *clasificación de clientes* [art. 61], a la propia ESI. y sus servicios a clientes minoristas [art. 63]; referida a los *instrumentos financieros* [art. 64]; a la *salvaguarda* de los instrumentos financieros [art. 65], a los *costes y gastos* asociados [art. 66]pecial trascendencia, a los efectos que aquí interesan, es la *información sobre ejecución de órdenes* (no relacionados con la gestión de carteras), que se contempla en el art. 68, RDESI./2008, aunque ciertamente esta no será una información precontractual, sino *postcontractual*, lo mismo -en cierto sentido- que la información sobre los *estados de instrumentos financieros o de fondos* de los clientes, del art. 70.

V.3.- Actuación con respeto a lo dispuesto en las leyes.

En principio, el encargo debería cumplirse *ateniéndose a las leyes y reglamentos que rigen la negociación*, como dispone el art. 259, CCo., lo cual supone -al menos, en parte- la integración del contenido del contrato con los elementos proporcionados por las normas del Derecho Objetivo, de manera similar -pero no idéntico- a lo que prevé el art. 1258, CC. Así, el “*quomodo*” de la obligación de realización del encargo; el cómo cumplir; el modo de llevar a cabo la gestión, viene *determinado* por el contenido de las *propias disposiciones* legales o reglamentarias, de las que se dice que son las referentes al propio encargo recibido, aunque la STS. de 24.5.1943 señaló que se entendían incluidos los reglamentos que rigiesen la negociación⁵⁷. Pues bien; ya el Regl.Bols./1967 se ocupó de esta cuestión, en gran número de sus preceptos, cuyo contenido podría impregnar el del propio Contrato de *Comisión bursátil*, a través del art. 259, CCo. [Así, p.e., el art. 64, el 66, el 67 etc. O los arts. 141, 142, 146, etc.]. Pero la Reforma de 2007/2008 también ha dejado su impronta, en esta materia.

Así, p.e., el art. 79, párr. 2º, LMV./v.n./2007 dispone que no se considerará que las ESIs. actúan con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes, si en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario “*que no se ajuste a lo establecido en las disposiciones que desarrollen esta Ley*”.

56 Información que iría dirigida, incluso a los clientes *potenciales* [aquellos que hayan tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes].

57 Vid. STS. de 24 de mayo de 1943, RAJ., 1943, marg. 574. y LANGLE RUBIO,E.: “*Manual...*”, cit., t. III, p. 291.

Pero es que los arts. 70-ter, nº 1, apdo. b), LMV./v.n./2007 y 28, RDESI./2008 disponen, incluso, que las ESIs. y las restantes entidades que, de conformidad con lo dispuesto en el Tít. V, LMV., presten servicios de inversión deberán definir y aplicar políticas y procedimientos adecuados para garantizar que la empresa, sus directivos, su personal y sus agentes cumplan las obligaciones que la normativa del Mercado de Valores les impone, a cuyo efecto deberán contar con “una unidad de cumplimiento normativo”, para “detectar cualquier riesgo de incumplimiento por parte de la empresa de las obligaciones impuestas por las normas que resulten de aplicación, así como los riesgos asociados, y para minimizar dichos riesgos y permitir que la Comisión Nacional del Mercado de Valores ejerza sus facultades de manera efectiva”.

V.4.- Sumisión a las instrucciones del Comitente.

En principio, el encargo debería cumplirse *ateniéndose a las instrucciones del comitente* [art. 254, CCo.] y -en caso de que estas no sean suficientes- debería consultarse a este último, de modo que solamente cuando no fuera posible la consulta, el Comisionista bursátil debería hacer lo que le dictase la prudencia y fuera más conforme con el uso del comercio, cuidando del negocio, como si fuese propio [art. 255, CCo.]. Mas en este caso, estamos ante un comisionista *profesional*; de conocimientos altamente especializados; razón por la cual cabría preguntarse si -a la vista de lo expuesto- tiene sentido configurar la Comisión bursátil como imperativa, indicativa o facultativa. De acuerdo con las normas generales sobre el Contrato de Comisión mercantil “ordinaria”, en ningún caso se podrá proceder contra disposición expresa del comitente [art. 256, CCo.], lo que abonaría la imperatividad de la comisión. Ahora bien, el hecho de que la obligación de la entidad comisionista se formule en términos aparentemente tan imperativos, no debe hacer pensar que el gestor debe, en todo, caso y sin posibilidad alguna de eludir este deber, llevar a cabo la ejecución de las ordenes de negociación, porque el propio art. 39, LMV. le *permite suspender la ejecución del mandato*, en las condiciones antes indicadas.

Ahora bien; pese a todo, parece que el art. 79-sexies, nº 4, párrs. 1º y 2º vienen a resolver la cuestión: de conformidad con el primero de ambos -nº 4, párr. 1º-, cuando el cliente dé instrucciones específicas sobre la ejecución de su orden, la empresa ejecutará la orden siguiendo la instrucción específica, de modo que nuevamente volvemos al *sistema de comisión imperativa*. En cambio, cuando se trate de órdenes de *clientes minoristas que no hubieran dado instrucciones específicas*, entonces la consecución del *mejor resultado posible* se determinará -se valorará o estimará- en términos de *contraprestación total*, compuesta por el precio del instrumento financiero y los costes relacionados con la ejecución, que incluirán todos los gastos contraídos por el cliente, que estén directamente relacionados con la ejecución de la orden, incluidas las comisiones del centro de ejecución, las de compensación y liquidación y aquellas otras pagadas a terceros implicados en la ejecución de la orden, aunque el art. 79-sexies, nº 6 confió al desarrollo reglamentario los requisitos mínimos de los sistemas y procedimientos de gestión de órdenes; la forma de considerar los costes y comisiones asociados a la ejecución; las reglas para la selección de los distintos sistemas o mercados y para la ejecución de órdenes a precio limitado y los demás extremos relativos a la política de gestión y ejecución de órdenes. ¿Significa ésto que hemos *abandonado* el sistema de comisión *imperativa*, para seguir un modelo *facultativo* o *indicativo*? Es *posible*: quizá lo que haya sucedido es que *sobre el respeto a las instrucciones*, daberá *prevalecer* el principio o el deber de consecución del *mejor resultado posible* para el Cliente -que, además, es un cliente *minorista*-.

La entidad deberá estar en condiciones de demostrar a sus clientes, a petición de estos, que han ejecutado sus órdenes de conformidad con la política de ejecución de la empresa.

Por otra parte, sucede que incluso algunas de las órdenes de Bolsa aparentemente más claras y terminantes, en su sentido, *no lo son*, y dejan espacio para dudas e incertidumbres. Pues bien; tanto la LMV./v.n./2007, como el RDESI./2008⁵⁸ han establecido una vasta panóplia de reglas de actuación, a las que debe sujetarse el Comisionista bursátil, comenzando por disponer de los *medios adecuados* para realizar la actividad y tener establecidos los *controles internos oportunos* para garantizar una gestión prudente y *prevenir los incumplimientos de los deberes y obligaciones* que les impone la normativa del Mercado de valores.

V.5.- Obligaciones de lealtad y de diligencia del Comisionista bursátil, y estatuto de la Empresa de Servicios de Inversión.

En desarrollo de las exigencias anteriormente mencionadas, el Tít. IV, RDESI./2008 incorpora al ordenamiento jurídico español el grueso de la Dir.CE. de la Comisión, nº 2006/73/CE, de 10.08.2006, con el fin de aplicar a todas las entidades que prestan servicios de inversión un completo catálogo de normas que han de seguirse en la prestación de tales servicios, recogiendo el testigo del anterior RD. nº 629/1993, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios, configurando un régimen normativo mucho más extenso y detallado donde merecen destacarse, además de otros componentes ya mencionados, la exigencia de *realizar un test o examen de idoneidad o conveniencia con carácter previo a la prestación del servicio*, un régimen minucioso para llevar a cabo la ejecución de órdenes de los clientes y el establecimiento de una serie de principios a seguir en la tramitación conjunta de órdenes de distintos clientes. Ha de reseñarse que en este título resulta de vital importancia el distinto tratamiento dado de acuerdo con el perfil minorista o profesional del cliente. De este modo, *“se concilia la necesaria protección que ha de darse a los inversores con el establecimiento de requisitos que respondan a dicho objetivo y que no supongan una costosa, innecesaria e infructuosa carga tanto para la entidad como para el cliente”*.

El Comisionista *bursátil* -como cualquier otro- debe desempeñar el encargo conferido, de forma *leal*; es decir: debe proteger el interés del Comitente, llegando incluso a anteponerlo al propio⁵⁹. Aunque el CCo. no menciona de forma expresa esta obligación -como no sea en el citado art. 255, párr. 2º-, la misma se deduce del conjunto de sus preceptos⁶⁰. Así, este principio general se percibe cuando, en caso de comisión facultativa o cuando no es posible pedir instrucciones al Comitente, se permite al Comisionista actuar siguiendo su propio criterio, pero se le obliga a *“cuidar el negocio como propio”*⁶¹. Sin duda, el CCo./1885 contiene muchas disposiciones prolijas y

58 Con anterioridad, estas obligaciones venían *desarrolladas y especificadas* en el RD. nº 926/1993, cuyo Capítulo II se refería -concretamente, en su art. 2º- al llamado *“Código general de Conducta”*, que figura como Anexo de la citada disposición, pero que el art. 2º, RD. nº 629/1993 configura como contenedor de *deberes de obligado cumplimiento* para las personas afectadas por él; deberes que -a su vez- el propio art. 2º, RD. 629/1993 prevé que podrán ser objeto de *desarrollo, concreción o definición*, por parte del Ministerio de Economía y hacienda, a *propuesta de la CNMV*, pudiéndose -incluso- establecer *“códigos de conducta específicos”*, en función de las características de los distintos mercados; de los valores que se negocian en ellos; de los emisores o de los distintos tipos de clientela.

59 GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *“Tratado...”*, cit., t. III, vol. 1º, p. 470. SÁNCHEZ CALERO/SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE.: *“Instituciones...”*, cit., t. II, 27ª ed., p. 154. URÍA GONZÁLEZ/APARICIO.: cit., 28ª ed., p. 725. URÍA GONZÁLEZ/MENÉNDEZ MENÉNDEZ/ALONSO SOTO.: *“Capítulo 61.: Contratos de Colaboración: el Contrato de Comisión”*, cit., p. 159.

60 GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, J.: *“Tratado...”*, cit., t. III, vol. 1º, p. 470. URÍA GONZÁLEZ/MENÉNDEZ MENÉNDEZ/ALONSO SOTO.: *“Capítulo 61.: Contratos de Colaboración: el Contrato de Comisión”*, cit., p. 159.

61 URÍA GONZÁLEZ/APARICIO.: cit., 28ª ed., p. 725.

casuísticas, en las que se refleja este deber general de lealtad ⁶², pero -como ya he manifestado anteriormente- la Comisión *bursátil* requiere de una regulación especial, que -hasta la promulgación de la LMV.- se encontraba, exclusivamente, en el Regl.Bols./1967, del que hoy aún siguen en vigor -entre otros- los preceptos del Cap. VII -arts. 139 al 164-, referidos a las “*Normas de contratación*”.

Por lo demás, como -de acuerdo con el art. 1104, CC.- la diligencia del Deudor [en este caso, del Comisionista *bursátil*, *deudor de servicios de inversión*] viene determinada por lo que “*exija la naturaleza de la obligación y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar*”, no puede sorprender el que el art. 79 sexies [“*Obligaciones relativas a la gestión y ejecución de órdenes*”], LMV./v.n./2007, establezca que las personas o entidades que presten servicios de inversión deberán, cuando ejecuten órdenes de clientes, ya presten este servicio de forma independiente o en conjunción con otro, observar ciertas normas y adoptar ciertas medidas que -a su vez- pueden subdividirse en:

1. Normas de conducta que inciden *directamente* sobre la ejecución de órdenes.
2. Normas de conducta que inciden sobre la *estructura, organización y medios* del obligado, y de modo *indirecto* sobre la ejecución de órdenes

Así, el apdo. a) habla de “[a]doptar las medidas razonables para obtener el mejor resultado posible para las operaciones de sus clientes teniendo en cuenta el precio, los costes, la rapidez y probabilidad en la ejecución y liquidación, el volumen, la naturaleza de la operación y cualquier otro elemento relevante para la ejecución de la orden”, lo cual parece que se ajusta más a la *ejecución de las órdenes*, en sí misma considerada. Pero, en cambio, el apdo. b) les exige el “[d]isponer de procedimientos y sistemas de gestión de órdenes, en los términos que se determinen reglamentariamente, que permitan su rápida y correcta ejecución y posterior asignación, de forma que no se perjudique a ningún cliente cuando se realizan operaciones para varios de ellos o se actúa por cuenta propia. Dichos procedimientos o sistemas permitirán la ejecución de órdenes de clientes, que sean equivalentes, con arreglo al momento en que fueron recibidas por la empresa de servicios de inversión”.

Que en la ejecución de la orden recibida, el Comisionista *bursátil* haya de adoptar aquellas *medidas* que resulten *razonables* para obtener el *mejor resultado posible* para las operaciones de sus clientes, suscita la cuestión de *qué medidas*. Esto no se aclara, acaso porque no es posible: lo que sí se establece es que han de ser razonables, y la propia razonabilidad tampoco viene definida, sino -acaso- delimitada “*per relationem*”, ya que ha de valorarse en función de dos criterios: uno, el de la optimización [“*obtener el mejor resultado posible para las operaciones de sus clientes*”], y el otro el de las circunstancias del tiempo, lugar, las personas, la naturaleza de la obligación, etc: hay que tener en cuenta “*el precio, los costes, la rapidez y probabilidad en la ejecución y liquidación, el volumen, la naturaleza de la operación y cualquier otro elemento relevante para la ejecución de la orden*”.

Mas, si “*razonable*” viene de “*razón*”, entonces hay que partir de la base de que esta última -a su vez- es la “*facultad...*” y el “*acto de discurrir el entendimiento*”. Así, la Razón es la puesta en acción del entendimiento; es decir: de la “*Potencia del alma*,

⁶² No concertar operaciones a precios o condiciones más onerosos de los corrientes, sin que sirva de excusa al Comisionista alegar que celebró operaciones por su cuenta, en las mismas condiciones [art. 258 CCo.]; evitar la confusión de los efectos remitidos por diversos comitentes, y que el Comisionista tenga bajo su custodia, utilizando *contramarcas*, para diferenciarlos [art. 268 CCo.]; no conceder préstamos y no vender al fiado o a plazos, salvo que así lo autorice el Comitente [arts. 270 y 271, CCo.].

en virtud de la cual concibe las cosas, las compara, las juzga, e induce y deduce otras de las que ya conoce”. Por este motivo, la normativa sobre el Mercado de valores espera del Comisionista bursátil que lleve a cabo *valoraciones, comparaciones, juicios, inducciones y deducciones* sobre cual habrá de ser el curso de su actuación, en función de la obtención del “*mejor resultado posible para las operaciones de sus clientes*”. Mas, la LMV. y el RDESI./2008 no se detienen ahí: no se detienen en obligar a actuar de forma razonable, sino que *incluso llegan a indicar los parámetros concretos* de racionalidad. En este sentido, los arts. 72 al 74, RDESI./2008 tratan de las *evaluaciones de idoneidad y conveniencia*.

Mas, como ya señalé, algunas de las normas de conducta inciden sobre la ejecución de las órdenes *sólo de modo indirecto*: tal es el caso de lo dispuesto en el art. 79-sexies, nº 1, apdo. b) y nº 2, y aún entre estos cabe hacer una distinción:

1. Hay normas de conducta estructurales
2. Hay normas de conducta funcionales pero *genéricas*

Si un ejemplo de las primeras es el “[d]isponer de procedimientos y sistemas de gestión de órdenes, en los términos que se determinen reglamentariamente, que permitan su rápida y correcta ejecución y posterior asignación”, las segundas podrían venir representadas por lo que dispone el art. 79-sexies, nº 2: “*Para cumplir lo dispuesto en la letra a) del apartado anterior las entidades deberán contar con una política de ejecución de órdenes que definirá la importancia relativa atribuida al precio, a los costes, a la rapidez y eficiencia en la ejecución y liquidación, y a cualquier otro elemento que juzguen relevante para la ejecución de la orden*”, cuya política de ejecución de órdenes deberá incluir, para cada clase de instrumento, información sobre los distintos mercados, sistemas o cualquier otro centro de negociación en los que la empresa ejecute las órdenes de sus clientes, y los factores que influyan en la elección del centro de negociación. En este sentido, será necesario que la entidad identifique aquellos centros que, a su juicio, permitan obtener sistemáticamente el mejor resultado posible para la ejecución de las órdenes de los clientes.

Mas, a su vez, esa propia política de ejecución de órdenes es *objeto*, y no solo contenido, de otros *deberes de conducta*, que tienen las ESIs., entidades de crédito, etc., para con sus clientes, ya que esas entidades deberán informar a sus clientes sobre su política de ejecución de órdenes, siendo necesario que obtenga su consentimiento antes de aplicársela. Cuando dicha política permita que la entidad ejecute las órdenes al margen de los mercados regulados y de los sistemas multilaterales de negociación, los clientes deberán conocer este extremo debiendo prestar su consentimiento previo y expreso antes de proceder a la ejecución de las órdenes al margen de los mercados o sistemas señalados. El consentimiento se podrá obtener de manera general o para cada operación en particular [art. 79-sexies, nº 3].

Por otra parte, el art. 79-sexies, nº 5, LMV. establece que las entidades supervisarán la efectividad de sus sistemas y de su política de ejecución de órdenes con objeto de detectar y, en su caso, corregir cualquier deficiencia. En particular, comprobarán periódicamente si los centros de ejecución incluidos en la política de ejecución de órdenes proporcionan los mejores resultados posibles para el cliente o si es necesario cambiar sus sistemas de ejecución. Las entidades notificarán a sus clientes cualquier cambio importante en sus sistemas o en su política de ejecución de órdenes. En desarrollo de estos preceptos, el art. 77 [“*Criterios de mejor ejecución*”], nº 1, RDESI./2008 establece que:

“1. *A los efectos de lo dispuesto en el artículo 79 sexies.1.a) de la [LMV.], las entidades deberán tener en cuenta los siguientes criterios a la hora de determinar la importancia relativa que habrán de dar a cada uno de los factores indicados en dicho artículo:*

a) *El perfil del cliente, incluido su clasificación como cliente minorista o profesional.*

b) *Las características de la orden dada por el cliente.*

c) *Las características del instrumento financiero objeto de la orden.*

d) *Las características de los centros de ejecución a los que puede dirigirse la orden. A tales efectos se entenderá por centro de ejecución un mercado regulado, sistema multilateral de negociación, internalizador sistemático, creador de mercado u otro proveedor de liquidez, así como las entidades que desempeñen en terceros países funciones similares a las realizadas por las entidades anteriores”*

En cambio, los arts. 80 y 81, RDESI./2008; únicos que forman su Cap. VI, intitolado “*Tramitación de órdenes de clientes*”, contienen reglas que inciden *directamente* sobre la ejecución de órdenes. Así, el art. 80, con carácter de principios generales, establece que las entidades que presten servicios de inversión deberán cumplir los siguientes requisitos cuando ejecuten las órdenes de sus clientes:

a) Deberán asegurarse de que las órdenes ejecutadas por cuenta de sus clientes se registran y atribuyen con rapidez y precisión.

b) Deberán ejecutar las órdenes similares de clientes de forma secuencial y rápida, salvo cuando las características de la orden o las condiciones existentes en el mercado no lo permitan, o cuando los intereses del cliente exijan otra forma de actuar.

c) Deberán informar de manera inmediata al cliente minorista sobre cualquier dificultad relevante que surja para la debida ejecución de la orden.

d) Cuando la entidad sea responsable de la supervisión o de la realización de la liquidación de la orden ejecutada, deberá adoptar todas las medidas razonables para garantizar que los instrumentos financieros o los fondos recibidos del cliente para la liquidación de la orden, se asignan de forma rápida y correcta a la cuenta del cliente correspondiente.

e) No podrán hacer un uso inadecuado de la información de la que dispongan sobre las órdenes pendientes de sus clientes, y deberán adoptar todas las medidas razonables para evitar el uso inadecuado de dicha información por parte de sus personas competentes.

Por otra parte, las entidades deberán adoptar medidas para facilitar la ejecución más rápida posible de las órdenes de clientes a precio limitado, respecto de acciones admitidas a negociación en un mercado regulado que no sean ejecutadas inmediatamente en las condiciones existentes en el mercado. Para ello las empresas deberán, a menos que el cliente indique otra cosa, hacer pública inmediatamente dicha orden del cliente a precio limitado, de forma que otros participantes del mercado puedan acceder fácilmente a la misma. Se entenderá que la empresa cumple la presente obligación transmitiendo las órdenes de clientes a precio limitado a un mercado regulado y/o a un sistema multilateral de negociación. La CNMV. podrá eximir de la obligación de publicar la información sobre las órdenes a precio limitado cuyo volumen pueda considerarse grande en comparación con el volumen estándar de mercado, conforme a lo establecido en el art. 43, nº 2, “*in fine*”, LMV.

Al promulgarse la L.Ref.LMV./2007 y el RDESI./2008, han traído consigo una curiosa consecuencia práctica sobre el régimen de la Comisión bursátil; es otro llamativo fenómeno de los varios que me atrevería a describir en términos de comparación o analogía con la fase *precontractual*, en el Contrato de Seguro: en efecto, sabido es que

toda entidad aseguradora precisa de la información proporcionada por los tomadores de seguros y asegurados, para poder evaluar correctamente el riesgo que, en caso de conclusión del contrato de Seguro, habrán de asumir. Pues bien; dado que la prestación de servicios de inversión supone la asunción de riesgos financieros, por parte de las ESIs., etc., pero -además- también por parte de los clientes, el art. 73, RDESI./2008 ha venido a establecer que las entidades que prestan servicios de inversión distintos de la gestión de carteras o el asesoramiento financiero, deberán *determinar si el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al producto o el servicio de inversión* ofertado o demandado. En este sentido, la entidad podrá asumir que sus clientes profesionales tienen la experiencia y conocimientos necesarios para comprender los riesgos inherentes a esos servicios de inversión y productos concretos, o a los tipos de servicios y operaciones para los que esté clasificado como cliente profesional.

Al parecer, para llevar a cabo este juicio sobre el Cliente, la ESI., la entidad de crédito, etc. recabarán información de los clientes. Esto está explícita y taxativamente previsto en el art. 72, RDESI./2008, pero este precepto solamente se refiere a las entidades que prestan servicios de gestión de carteras o de asesoramiento en inversiones, no a las que presten otros servicios, como -p.e.- la Comisión bursátil. Muy por el contrario, el art. 73 -que es el que se refiere a las entidades que prestan servicios de inversión distintos de la gestión de carteras o el asesoramiento financiero- omite, por completo, toda alusión a que los clientes proporcionen información a las entidades. Sin embargo, que esta información procede, también, en el caso del art. 73, se deduce del sucesivo art. 74 [*“Disposiciones comunes a las evaluaciones de idoneidad y conveniencia”*], RDESI./2008, cuyo nº 1 dice lo siguiente:

“A los efectos de lo dispuesto en los dos artículos anteriores, la información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente incluirá los datos enumerados a continuación, en la medida en que resulten apropiados a la naturaleza del cliente, a la naturaleza y alcance del servicio a prestar y al tipo de producto o transacción previstos, incluyendo la complejidad y los riesgos inherentes”

Por consiguiente, también se incluye el art. 73, de modo que en los supuestos y para los fines del citado art. 73, existe una información que, al parecer, debería ser recabada por la entidad que preste servicios de inversión. Esto, *“prima facie”*, se parece -como dije- a lo que sucede en el ámbito del Seguro, pero no es exactamente lo mismo: en el Seguro existe el deber de información sobre la naturaleza, características y entidad del riesgo, que recae sobre el Tomador o Asegurado: el Tomador o el Asegurado son sus *sujetos pasivos*; los *obligados* a informar. En cambio, los arts. 72 y 73, RDESI./2008 parece que piensa que lo que hay es un *deber de recabar información*, a cargo de la ESI., y no un deber de proporcionarla, a cargo del Cliente. Por este motivo se explica que el art. 74, nº 2 establezca que, “[e]n ningún caso, las entidades incitarán a sus clientes para que no les faciliten la información prevista en los apartados 6 y 7 del artículo 79 bis. [LMV.]”.

Como contrapartida, el art. 74, nº 3 dispone que las entidades *“tendrán derecho a confiar en la información suministrada por sus clientes, salvo cuando sepan, o deban saber, que la misma está manifiestamente desfasada, o bien es inexacta o incompleta”*.

La LMV./v.n./2007 dedica sus arts. 78 a 79-*sexies*, ambos inclusive, a establecer el sistema de normas de conducta que deben seguir quienes presten servicios de inversión. Tales normas, sin distinción son aplicables a todos los sujetos que desarrollen semejante actividad, aunque -en mi opinión- ese *“todos”* no signifique *“cualquiera”*, sino -más bien- los que presten tales servicios con carácter profesional, aunque sea de modo irregular [P.e: un banco de hecho]. Y, también, son aplicables respecto de *todo tipo de servicios de inversión* e incluso de servicios *auxiliares*, y como quiera que entre los pri-

meros y principales servicios de inversión se cuentan la recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros, incluyendo la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros; la ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes; la gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes o la colocación de instrumentos financieros, basada, o no, en un compromiso firme [art. 63, n° 1, apdos. a), b), d) y e), LMV./v.n./2007 y art. 5°, n° 1, apdos. a), b), d) y e), RDESI./2008], es evidente que las citadas normas de conducta tendrán una aplicación principalísima a los *contratos de comisión* de los mercados de valores; especialmente, a esa modalidad o subespecie suya que son los *contratos de comisión bursátil*.

Pues bien; el art. 79, LMV./v.n./2007 trata de la obligación de *diligencia y transparencia* que afecta a las entidades que presten servicios de inversión -ESIs., entidades de crédito...-, las cuales, dice, “*deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios, y, en particular, observando las normas establecidas en este capítulo y en sus disposiciones reglamentarias de desarrollo*”. El precepto recuerda los términos del art. 255 CCo., aunque pareciera que llega más lejos⁶³, dado que obliga a las entidades que presten servicios de inversión, a observar las normas, a las que el propio precepto se remite. En concreto -sigue diciendo-, no se considerará que las empresas de servicios de inversión actúan con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes, si en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario que no se ajuste a lo establecido en las disposiciones que desarrollen esta Ley.

A la vista de los términos del art. 79, LMV., cabe deducir que las entidades comisionistas del Mercado de Valores deben actuar ateniéndose a tres módulos de conducta; a saber:

1. La diligencia,
2. La transparencia
3. Y la defensa del interés del cliente.

V.5.1.- La diligencia del Comisionista bursátil.

Por lo que hace al primero de ellos, dice el art. 1104, párr. 1°, CC., que “[l]a culpa o negligencia del deudor consiste en la omisión de aquella diligencia que exija la naturaleza de la obligación y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar”, de donde se deduce -“a contrario”- que la diligencia del Deudor consiste en la observancia de aquella que “*exija la naturaleza de la obligación y corresponda a las circunstancias de las personas, del tiempo y del lugar*”. Pues bien; pareciera que el art. 79, LMV./v.n./2007 se inspira en él, o -cuando menos- es coherente con él, aunque he de señalar que el CC., en este punto, parece incurrir en el defecto de incluir en la definición, el propio objeto que se define: la “*diligencia*”.

Especialmente trascendente, a los efectos de mi exposición, me parece la referencia la diligencia que “*corresponda a las circunstancias de las personas*”, Pues, ¿de qué o de cuáles *personas* habla, para que *sus* circunstancias se tengan por relevantes? En mi opi-

63 POSER,N.S.: “*Broker-Dealer Law...*”, cit., p. 77, quien señala que un “*securities broker*” debe actuar yendo más allá de los límites de la buena fe: debe actuar protegiendo; anteponiendo, incluso, los intereses de su cliente, ya que -en cuanto “*fiduciary*”- está obligado a un “*deber de diligente y fiel servicio*”.

nión, es obvio que debe tratarse de *ambas partes* contratantes -el Comitente, pero también el propio Comisionista bursátil, que puede ser una ESI. o una entidad de crédito-, de modo que la diligencia que corresponde a las circunstancias de las propias ESIs. o de las entidades de crédito, o de las SGIC., resulta relevante "*in solutione*"; sobre todo, cuando se trata de entidades cuyo propio régimen *estatutario-organizativo* ha sido modificado, para un *mejor cumplimiento* de las obligaciones de gestión. En este sentido, hay que hacer referencia a las disposiciones del Tít. II, RDESI./2008, sobre "*otras cuestiones del régimen jurídico de las [ESIs.] y de las restantes entidades que prestan servicios de inversión*", que se halla formado por tres capítulos, dedicados -respectivamente- a:

- (a) los requisitos organizativos de tales entidades [Cap. I];
- (b) los requisitos financieros de las ESIs. [Cap. II]
- (c) y -por fin- al régimen de las actividades y las operaciones desarrolladas por las empresas de servicios de inversión [Cap. III]

A su vez, el Cap. I, está dividido en secciones: la Secc. 1ª trata de la organización, y -en este sentido- su art. 27 se refiere a los requisitos generales de organización; su art. 28, a la función de cumplimiento normativo, el art. 29, a la gestión de riesgos; el 30, a la auditoría interna, y el 31 a la responsabilidad de la alta dirección.

La Secc. 2ª se ocupa de los registros obligatorios, dedicando especial atención -art. 33- a los registros de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros y de operaciones.

La Secc. 3ª, establece el régimen de las operaciones personales, que el art. 34 define como cualesquiera transacciones con instrumentos financieros realizadas "*por una persona competente o por cuenta de ésta, cuando se cumpla alguno de los siguientes requisitos: a) Que la persona competente actúe fuera del ámbito de las actividades que le corresponden en virtud de sus cometidos en la empresa [y] b) Que la transacción sea realizada por cuenta de cualquiera de las siguientes personas: i) De la persona competente; ii) De cualquier persona con la que la persona competente tenga una relación de parentesco o mantenga vínculos estrechos. A tales efectos se estará a la definición de vínculos estrechos establecida en el artículo 17.3 de este real decreto; iii) De una persona cuya relación con la persona competente sea tal que ésta tenga un interés, directo o indirecto, significativo en el resultado de la operación. No se entenderá que existe interés alguno por el mero cobro de los honorarios o comisiones debidos por la ejecución de la transacción*".

La Secc. 4ª regula la delegación de funciones o servicios, estableciendo -entre otras cosas- las condiciones para delegar la realización de servicios de inversión o el ejercicio de funciones esenciales para su prestación [art. 37].

La Secc. 5ª, integrada por los arts. 39 al 43, se ocupa de establecer un régimen de protección de los activos de los clientes.

Y -por fin- la Secc. 6ª trata de los conflictos de interés; materia de la que me ocuparé posteriormente.

El Cap. II, Tít. II, RDESI./2008 se ocupa de los "*requisitos financieros de las [ESIs.]*", comenzando por imponerles -en desarrollo de lo dispuesto en el art. 70, nº 1, apdo b), LMV.- el mantenimiento de un "*Coficiente de liquidez*" [art. 48], en los términos siguientes

"1. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 70.1.b) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, las [ESIs.], a excepción de las sociedades gestoras de carteras, de las [EAFIs.] y de las agencias de valores que únicamente estén

autorizadas para la recepción y transmisión de órdenes sin mantener fondos o instrumentos financieros que pertenezcan a sus clientes, deberán mantener en todo momento el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez que, como porcentaje sobre la totalidad de sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año, excluidos los saldos de las cuentas acreedoras, establezca el Ministro de Economía y Hacienda, con un mínimo del 10 por 100.

2. Por el Ministro de Economía y Hacienda y, con su habilitación expresa, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, se establecerán:

a) *Los activos aptos para el cumplimiento del coeficiente de liquidez, entre los que figurarán el efectivo y los depósitos a la vista o a plazo no superior a un mes en entidades de crédito, los valores de renta fija y las acciones y participaciones en instituciones de inversión colectiva en las condiciones que se determinen.*

b) *Los criterios para delimitar contablemente y valorar los saldos de los pasivos exigibles sometidos a dicho coeficiente.*

c) *Los procedimientos que se aplicarán para controlar el cumplimiento del coeficiente de liquidez”.*

Pues bien; en mi opinión, resulta enormemente significativo no solamente el establecimiento de este Coeficiente de liquidez, sino también el hecho de que su régimen jurídico, dentro de la sistemática del RDESI./2008, se sitúe junto a materias como las de los conflictos de interés, las operaciones personales o la delegación e funciones y servicios; en capítulos distintos, cierto, pero sí en un *mismo Título*, y -sobre todo- teniendo en cuenta que el sucesivo Cap. III del citado mismo Tít. II, trata del “*régimen de las actividades y las operaciones desarrolladas por*” las ESIs. Las materias operativas o contractuales se regulan junto con ciertos aspectos claramente organizativo-empresariales, y no se trata de una mera yuxtaposición; de una mera coincidencia, porque -precisamente- la regulación del Coeficiente de liquidez se sitúa entre unas normas que, sedicentemente referidas a aspectos organizativos, incluyen -p.e.- los citados aspectos de los conflictos de interés, las operaciones personales o la delegación e funciones y servicios, y otras directamente referidas a las actividades y operaciones.

Ante todo, hay que recordar que un coeficiente *de liquidez* es una técnica procedente del Derecho *bancario*, donde tuvo -y tiene, aún- su más conocida manifestación en el *Coeficiente de caja*, que ya no se limita a las entidades de crédito, sino que -al parecerse extiende a los “*intermediarios financieros*”⁶⁴. Del Coeficiente de *Caja* se ha dicho que representa una relación entre *activos realizables y pasivos exigibles*. Y esto mismo es, cabalmente, lo que representa el “*Coeficiente de liquidez*” de las ESIs., conforme al art.

64 El Coeficiente de caja surgió del art. 44, LOB., que facultaba al Ministerio de Hacienda para establecer la referida relación, pero su nacimiento efectivo no se produjo hasta el D-L. de 6.12.1962, como sucesor del antiguo “*coeficiente de liquidez*”, que quedaría suprimido por la LORCO. nº 13/1971, de 19.06.1971 [LATORRE Díez, J.: “*Regulación de las Entidades de crédito en España*”, edit. FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS CONFEDERADAS PARA LA INVESTIGACIÓN ECONÓMICA Y SOCIAL, Madrid, 1997, p. 201. ECHEVARRIA HERNANDEZ.: “El control público...”, cit., p. 269. PIÑANES LEAL, F.J.: “Coeficientes”, en VV.AA.: “*Estudios de derecho público bancario*”, edit. CEURA., Madrid, 1989, p. 270]. El citado D-L., pensado inicialmente para la Banca Industrial y de Negocios, fué ampliado a los bancos comerciales y mixtos, en 1970, utilizándose de forma creciente. El proceso de expansión de este instrumento de control y política monetaria continuó de 1974 a 1977, período en que se produjo un proceso de homogeneización en el régimen de las diversas entidades financieras. Así; años más tarde, el Coeficiente de Caja vino a quedar regulado por la Ley nº 26/1983, de 26 de diciembre, de Coeficientes de Caja de los Intermediarios financieros.

51, RDESI./2008, pues este artículo les ordena “mantener en todo momento el volumen de inversiones en activos de bajo riesgo y elevada liquidez que, como porcentaje sobre la totalidad de sus pasivos exigibles con plazo residual inferior a un año, excluidos los saldos de las cuentas acreedoras, establezca el Ministro de Economía y Hacienda, con un mínimo del 10 por 100”: por consiguiente, se trata de una relación entre pasivo exigible y “activos de bajo riesgo y elevada liquidez”; es decir: fácilmente realizables.

Y si la naturaleza del Coeficiente es análoga, por no decir idéntica, posiblemente sus funciones o su razón de ser también lo sean: así, puesto que una de las primeras y primordiales tareas del derecho bancario es asegurar la solvencia de las entidades de crédito, para asegurar la restitución de los depósitos, no debe extrañar que el estado haya tomado sobre sí esta tarea, obligando a los bancos, etc. a mantener unos determinados niveles de solvencia y liquidez, que permitan a estas instituciones hacer frente a las retiradas de fondos por parte del público, y a cualquier otra eventualidad⁶⁵. Pues bien, si trasladamos estas reflexiones a las ESIs., en tanto que empresas cuyo giro o tráfico característico es la prestación de “servicios de inversión”, habremos de considerar que estos servicios también pueden llevar aparejados o asociados riesgos de solvencia [en sentido amplio]. Esos riesgos de solvencia tienen que ver con el hecho de que, incluso cuando las ESIs. llevan a cabo operaciones de *comisión bursátil*, asumen obligaciones de pago de efectivo y entrega de valores; obligaciones -en ambos casos- genéricas, si no de *pura suma* [incluso las que tengan por objeto los valores, ya que se consideran obligaciones de entrega de cantidad de cosas genéricas].

Así las cosas, si la función del Coeficiente de Liquidez de las ESIs. trata de solventar estos problemas, una conclusión evidente que se puede extraer es que se trata -en última instancia- de una *técnica al servicio del cumplimiento de obligaciones contractuales*, siendo así que esas obligaciones -en el caso que nos ocupa- son *obligaciones de gestión*. Y es que el hecho de que la Comisión bursátil, como tipo contractual, se caracterice porque su objeto gira en torno a obligaciones de *hacer*, no debemos caer en el error de creer que no existen *importantísimas obligaciones de dar*; obligaciones de pago o de entrega.

V.5.2.- Lealtad del Comisionista bursátil. Especial consideración de la política de conflictos de interés.

V.5.2.1.- Lealtad, conflictos de interés y operaciones personales.

En cuanto a la defensa del interés del cliente, se trataría de dar *absoluta prioridad* al interés del mismo, anteponiéndolo -si fuere el caso- al propio del Comisionista bursátil. Esto parece algo obvio, en el caso de la Comisión bursátil, pero hay que recordar que este tipo de deberes se aplica respecto de todos los servicios de inversión, lo cual no deja de suscitar problemas potencialmente graves y complejos. Desde luego, esta exigencia ha de observarse no sólo cuando se ejecuten órdenes de clientes, sino también cuando se las reciba -sobre todo, si luego han de ser transmitidas a otro gestor-, o cuando se asesore en materia de inversiones, etc.

Mas, como los comisionistas bursátiles actúan en un mercado de cuya operatoria muy poca cosa les resulta desconocida, y donde -además- pueden actuar también por cuenta propia -efectuando autoentradas y contrapartidas- o de otros comitentes -efectuan-

65 COSTI, R.: “*L’Ordinamento bancario*”, edit. “IL MULINO, 1º ed., Bolonia, p. 335, quien señala que la garantía de los acreedores fue el objeto de la imposición de reservas obligatorias a las entidades bancarias, por el art. 32, núm. 1, apdo. “f” Legg. banc. it. PINANES LEAL, F.J.: “Coeficientes”, cit., p. 266, entre otros.

do negocios de aplicación- con intereses opuestos a los del Comitente inversor, es fácil que, en un momento dado, tengan interés en *aprovechar para sí* -o para otros- las coyunturas negociales favorables, aunque ello redunde en *detrimiento del interés de* [algunos de] *sus clientes*. Es entonces cuando se produce un fenómeno de conflicto de intereses, sean “directos” o “posicionales”; es decir: el supuesto en que una persona que actúa como representante de otra, sea en el momento de aceptar el encargo conferido, o bien con posterioridad, mientras actúa como gestor del interés ajeno, ostente un interés propio o actúe como portador o representante del interés de otra tercera persona, cuya búsqueda o protección generaría un riesgo sustancial de que *no defendiese del mejor modo posible* el interés de su [primer] cliente⁶⁶. Para que exista conflicto de intereses, es preciso que la *satisfacción de uno de ellos* suponga, como consecuencia natural, el *sacrificio del otro interés*; ha de tratarse, pues, de posturas antagónicas que no pueden ser atendidas a la vez, sin que una de ellas resulte perjudicada; de “*intereses antitéticos, de manera que para proveer a la defensa de uno, se agrave la posición o condición del otro, correspondiendo a las ventajas del uno, el daño del otro*”⁶⁷.

Para reconducir o solventar estos conflictos de intereses y, al tiempo, satisfacer los intereses fundamentales del Inversor, resulta imprescindible un conjunto de medidas e instrumentos, estructurales, organizativos e incluso reglamentarios o regulatorios, que:

- A) Bien repriman directamente el mero *conflicto*: se trata de un sistema de prevención del riesgo, en su modalidad más extrema, ya que se evita absolutamente que se produzca la situación temida. No hay conflicto, porque *se prohíbe* llegar a la situación que lo plantea [Así, p.e., cuando el Derecho Bursátil anterior *prohibía a los agentes de Cambio y Bolsa* operar por cuenta propia o hacer autoentradas].
- B) El modelo de represión del *abuso* del poder de representación: se trata de un sistema de prevención del riesgo, de naturaleza más flexible y menos rígida, pero no por ello menos eficaz, que no evita absolutamente que se produzca la situación temida; *no prohíbe* llegar a la situación que plantea el conflicto, sino que –producido– se limita a *establecer cuál es el interés prevalente*, y por imponer *deberes* al gestor, para que asegure que *protege dicho interés ajeno*, en su caso prohibiendo –pero “*ex post*”– los actos que infringieran dicho deber.

Cualquiera que sea el modelo adoptado, los instrumentos para solventar el problema, tanto pueden ser preventivos, como represivos, e igualmente sancionadores y hasta incluso reparadores/resarcitorios. De todos hay, en el Derecho del Mercado de Valores: desde el sistema de autorización previa para ejercer las actividades de inver-

⁶⁶ Estos conflictos resultan inevitables debido al crecimiento de los grupos financieros y a la abolición del principio de la “capacidad bursátil única ó limitada” [“*The Stock Exchange Single Capacity Rule*”], por la que los intermediarios del mercado de valores tenían prohibido operar por cuenta propia, y lo único que cabe hacer es reconducirlos o solventarlos de tal modo y manera que los clientes no se vean ni perjudicados, ni confundidos. [GOODE,R.M.: “Introduction”, en VV.AA.: “*Conflicts of Interest in the changing Financial World*”, dir. por R.M.Goode, 1986, edit. THE INSTITUTE OF BANKERS/CENTRE FOR COMMERCIAL LAW STUDIES. QUEEN MARY COLLEGE, UNIVERSITY OF LONDON, Londres, ps. XV y s. RUIZ MARTÍNEZ,R.J. e IBÁÑEZ JIMÉNEZ,J.W.: “El Inversor como víctima de la publicidad financiera”, en VV.AA.: “*Ética y Mercado de valores (Cursos de Verano de la Universidad Complutense de Madrid. San Lorenzo de El Escorial, 3-5 de septiembre de 2001)*”, dir. por J.W.Ibáñez Jiménez y J.L.Fernández Fernández, edit. MARCIAL PONS, EDICIONES JURÍDICAS Y SOCIALES,S.A., Madrid/Barcelona, 2002, ps. 104 y s., quienes señalan que todas las ESIs., como las entidades de crédito y los asesores del mercado y analistas que trabajan codo con codo con las entidades mencionadas, desempeñan labores comerciales de colocación o distribución de valores en el mercado, especialmente en el primario, que resultan difícilmente conciliables con los intereses del pequeño emisor o ahorrador no sofisticado].

⁶⁷ DÍAZ DE ENTRE-SOTOS FORNS,Mª.: “*El Autocontrato*”, edit. TECNOS, S.A., Madrid, 1990, p. 112.

sión, la desmembración de grupos, la creación de “murallas chinas” entre los diferentes departamentos de una entidad financieras, para impedir los flujos indebidos de informaciones reservadas⁶⁸, hasta la formulación de reglas de *plena transparencia* -como la imposición de deberes de información, por parte de los directivos y administradores de las ESIs., etc., de la existencia de posibles conflictos de interés personales, respecto de la entidad a la que prestan sus servicios, o de los propios clientes [de esa entidad: ESI., IIC.], cuyos intereses deben protegerse- y reglas de *óptima ejecución* de servicios, para terminar con la posibilidad de imponer obligaciones de indemnización de daños y perjuicios, por los ocasionados en la operativa del mercado de valores.

Pues bien; a este respecto, el art. 70-*quater*, LMV./v.n./2007 establece que las empresas que presten servicios de inversión deberán organizarse y adoptar medidas para detectar posibles conflictos de interés entre sus clientes y la propia empresa o su grupo, incluidos sus directivos, empleados, agentes o personas vinculadas con ella, directa o indirectamente, por una relación de control; o entre los diferentes intereses de dos o más de sus clientes, frente a cada uno de los cuales la empresa mantenga obligaciones. Mas no basta con la detección: igualmente “*deberán aprobar, aplicar y mantener una política de gestión de los conflictos de interés que sea eficaz y apropiada a su organización, destinada a impedir que los conflictos de interés perjudiquen los intereses de sus clientes*”. Y cuando ni siquiera ésto baste para garantizar, con razonable certeza, que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente, la ESI. “*deberá revelar previamente la naturaleza y origen del conflicto al cliente antes de actuar por cuenta del mismo*” [Nos hallamos, pues, ante otro deber informativo, cuya índole precontractual es discutible: ese “*antes de actuar*”, ¿se refiere a una fase anterior a la perfección del contrato de comisión, o a una fase anterior a la ejecución del encargo?].

El desarrollo reglamentario de esta norma se encuentra en la Secc. 6ª, Cap. I, Tít. II, RDESI./2008, que contiene -principal, por no decir exclusivamente- normas de índole organizativa, que solo tienen una incidencia indirecta sobre el Contrato de Comisión. Mayor incidencia tienen las *prohibiciones concretas* que se recogen en el art. 35, que dispone -en relación con las “*transacci(ones) con un instrumento financiero realizada por (personas competentes) o por cuenta de ésta(s)*” [las llamadas “*operaciones personales*”]- la *prohibición* de las actividades señaladas en el párr. 2º, “*cuando se realicen por cualquier persona competente que, o bien, participe en actividades que puedan dar lugar a un conflicto de interés, o bien, tenga acceso a información privilegiada o relevante, o a otra información confidencial relacionada con clientes o con transacciones con o para clientes, en virtud de una actividad que realice por cuenta de la empresa*”; actividades entre las cuales se incluye la realización de una operación personal, cuando esté prohibida para esa persona en virtud de lo dispuesto en el capítulo II del título VII, LMV. y sus disposiciones de desarrollo, o cuando la operación implique el uso inadecuado o la divulgación indebida de información confidencial, o bien -por fin- si la operación entra o puede entrar en conflicto con una obligación de la entidad, con arreglo a lo dispuesto en la LMV. y sus disposiciones de desarrollo.

Mas, hay que tener en cuenta que el art. 35 no establece solamente la prohibición, sino -más precisamente- la *imposición del deber* de “*establecer medidas adecuadas encaminadas a evitar las actividades señaladas*” .

68 Con este metafórico nombre se describen una serie o conjunto de reglas y procedimientos, o incluso de procedimientos para supervisar aquellas reglas y procedimientos, establecidos por una entidad con el propósito de impedir que ciertos tipos de información, en poder de una parte de dicha entidad (o de un grupo de entidades afiliadas), puedan ser comunicados a otra parte de la misma entidad [GOODE,R.M.: “Introduction”, en VV.AA.: “Conflicts of Interest...”, cit., ps. XV y s. POSER,N.S.: “Chinese Walls or Emperor’s new Clothes?”, en T.Comp.Lwyr., 1988, julio, vol. 9º, fasc. 6, ps. 119 y s.]

V.5.2.2.- Autoentradas y aplicaciones. La internalización sistemática.

Por lo general, cuando un comitente encarga la realización de una determinada operación al Comisionista, presupone que este último actúa como un intermediario: se dirige a él como comisionista que no tiene interés en intervenir, por su propia cuenta, en la operación encomendada. De lo contrario, el mandante -en vez de recurrir a la Comisión- hubiera celebrado directamente un contrato de compra o de venta con el Comisionista, adoptando este último la condición de contraparte en dicha operación⁶⁹. Sin embargo, puede suceder que el Comisionista desee intervenir en la operación que le ha sido encargada, no como un simple intermediario, sino por cuenta propia, ostentando un interés también propio, como parte contraria a su comitente. En tal caso, deberá asumir, en el negocio de realización de la comisión, la posición que, de ordinario, corresponde al tercero contratante. Así, Comitente y Comisionista, además de celebrar entre sí el contrato de comisión, intervendrán también como contratantes, en el negocio de realización. En tal caso, Comitente y Comisionista serán las dos únicas partes de los dos contratos; supuesto al que se alude con la denominación de *Autoentrada* del comisionista [*“Selbsteintritt”*]⁷⁰.

La Autoentrada del Comisionista posee importantes ventajas para el Comitente y para él también. Y especialmente en el ámbito bursátil pudiera tener una importantísima manifestación en las *“operaciones de contrapartida”*, que -p.e.- permite expresamente el art. 1º, Loi.Bours./1988⁷¹. Pero todo negocio de autoentrada comporta, también, el *riesgo* de que el comisionista, al poder vincular con sus decisiones el patrimonio de su representado, y -en la medida en que ostenta un interés propio potencialmente en conflicto con el de su cliente- pueda sacrificar, a este interés suyo, particular y egoísta, el de su comitente, que el Ordenamiento le obliga, no sólo a proteger, sino incluso a anteponer al propio [art. 79 LMV.]⁷².

El Ordenamiento español venía atendiendo más a los riesgos, que a las ventajas de la Autoentrada. Por eso la prohíbe, con carácter general, en el art. 267, párr. 1º CCo., y -además- tradicionalmente se disponía un régimen análogo, específicamente para los agentes de Cambio y Bolsa: el art. 96, apdo. 4º CCo., hoy derogado, resultaba mucho más restrictivo, ya que no admitía la autoentrada del Agente de Cambio y Bolsa, *ni siquiera* aunque hubiera mediado la *licencia* del Comitente. Ese derogado art. 96 prohibía a los agentes de Cambio y Bolsa *“comerciar por cuenta propia”* [art. 96, apdo. 1º], y como consecuencia de ello establecía la prohibición, no relativa, sino verdaderamente absoluta, de efectuar negocios de autoentrada; prohibición que además no podía ser derogada singularmente por la autorización o licencia del comitente⁷³.

En la actualidad, el vigente art. 40, LMV. establece que, “[q]uien ostente la condición de miembro de un mercado secundario oficial no podrá operar por cuenta propia con quien no tenga esa condición, sin que quede constancia explícita, por escrito, de que este último ha conocido tal circunstancia antes de concluir la correspondiente operación...”, lo que equivale a permitir las prácticas de autoentrada de los intermedia-

69 OTERO LASTRES, J.M.: “La autoentrada de los Agentes de Cambio y Bolsa”, en RDBB., 1981, nº 1, enero/marzo, p. 105. SCHÖNLE, H.: *Bank- und Börsenrecht*, ed. C.H. BECK'SCHE VERLAGS- BUCHHANDLUNG, 2ª ed., Munich, 1976, p. 231.

70 TRAVIESAS, M.: “La representación y otras instituciones afines”, en RDP., 1923, p. 33. CASTRO Y BRAVO, F. de.: “El autocontrato en el Derecho privado español”, en RGLJ., 1927, ps. 334 y ss. OTERO LASTRES, J.M.: “La autoentrada de los Agentes...”, cit., p. 105.

71 RIPERT/ROBLOT: “*Traité...*”, cit., t. II, 11ª ed., p. 89.

72 OTERO LASTRES, J.M.: “La autoentrada de los Agentes...”, cit., p. 107.

73 OTERO LASTRES, J.M.: “La autoentrada de los Agentes...”, cit., p. 114, quien vinculaba la prohibición de comerciar por cuenta propia con la prohibición de efectuar la autoentrada.

rios bursátiles⁷⁴, con lo que se deroga parcialmente el régimen de la Comisión *mercantil*, bien entendido que la posibilidad de realizar autoentrada queda sometida a la previa constancia escrita de que el cliente tenía conocimiento de la realidad de la actuación por cuenta propia de quien aparecía como comisionista suyo, lo cual equivale a un *consentimiento tácito, pero formal*: tácito porque el precepto no impone una manifestación expresa de voluntad, que autorice la autoentrada..., solo se exige probar el conocimiento antecedente. Pero “formal”, porque *la forma en que debe constar el hecho del previo conocimiento es única: la forma escrita* (Además, en el escrito deben contenerse términos tales que de forma explícita manifiesten el conocimiento del comitente).

La norma del art. 40, LMV. permite, en cierto modo, *eludir* los problemas planteados por la denominada autoentrada *económica*. Esta expresión designa a aquéllos supuestos en los que el comisionista, valiéndose de su deber de guardar secreto y de la posibilidad de callar el nombre de su comitente, infringiera la prohibición de autoentrada, pues, como bien señaló el Prof. OTERO LASTRES -vigente el régimen bursátil anterior a la LMV.-, la posibilidad de que los riesgos de *conflictos de intereses* vinculados a la autoentrada se agravasen *era mayor en la Comisión bursátil, porque los Agentes de cambio y Bolsa están sometidos al deber de secreto y esto les permitiría hacer una autoentrada en sentido económico*, aunque la verdad es que, como cada agente debería contratar con otro agente, sería suficiente con que indicase el nombre del agente que representaba a la contraparte, para que se evitasen los riesgos de la autoentrada económica⁷⁵.

Promulgada la LMV. y entrada en vigor la Reforma de los Mercados de valores, el problema se plantea en términos parcialmente diferentes. Ya no se prohíbe la autoentrada, pero se obliga a comunicar al cliente que el Intermediario bursátil está actuando en nombre propio, para que aquél pueda estar al corriente de la verdadera situación, y adoptar las cautelas que estime pertinentes. De este modo el precepto satisface simultáneamente un doble interés: por una parte, se protege el deber de secreto, en interés de los terceros comitentes, porque no se obliga a comunicar el nombre de éstos. Mas, por otra, se protege al comitente que, confiando un encargo a un Intermediario del mercado de valores, puede ver en peligro sus intereses económicos, por confiarlos a quien -apareciendo como gestor leal de intereses ajenos- en realidad protege su propio interés egoísta.

Sea como fuere, la autoentrada no convierte el contrato de comisión en un contrato de compra o venta, sino que ambas relaciones jurídicas se superponen; razón por la cual la ESI. no sólo tendrá las obligaciones del comprador o del vendedor, sino que deberá continuar defendiendo el interés de su cliente, en cuanto comisionista de este último⁷⁶.

Supuesto diferente es el de los “*negocios de aplicación*”, porque mientras en la autoentrada el Comisionista entra en el contrato de realización, convirtiéndose en contraparte de su propio cliente, y actuando así un interés particular. En el caso de las aplicaciones, sucede que un mismo comisionista de dos distintos comitentes, se sirve de su peculiar condición, en el caso de que le hayan transmitido dos órdenes idénticas, pero de sentido inverso, casándolas en un único contrato, en este caso: de compraventa. A este supuesto se refiere el art. 267 CCo., cuando prohíbe al comisionista ordinario “*comprar... para otro lo que se le ha encargado vender, y vender lo que se le ha encargado comprar...*”⁷⁷. Así, mientras en la autoentrada hay un sólo comitente y un sólo

74 Así lo vienen considerando, desde hace tiempo SANCHEZ CALERO/SANCHEZ-CALERO GUI-LARTE: “*Instituciones...*”, cit., t. II, 17ª ed., p. 248. Igualmente, VICENT CHULIA,F.: “*Compendio...*”, cit., t. II, 3ª ed., p. 396.

75 OTERO LASTRES,J.M.: “La autoentrada de los Agentes...”, cit., ps. 111 y 122 y ss.

76 SCHÖNLE,H.: cit., p. 240.

77 OTERO LASTRES,J.M.: cit., p. 109. POLO DIEZ,A.: “*Sobre la calificación ...*” cit., p. 194.

comisionista, que celebran, entre sí, un único negocio de gestión y un único contrato de realización. Por el contrario, en el negocio de aplicación existen dos comitentes, un único comisionista, dos contratos de gestión y un sólo negocio de realización⁷⁸. *Tampoco* los conflictos de intereses subyacentes *coinciden*: en la autoentrada, el Comisionista interviene por su propia cuenta y en su propio interés, por lo cual el negocio de realización deja de ser, para él, un contrato de gestión de intereses ajenos [*“tua res agitur”*], convirtiéndose en un contrato conmutativo [*“mea res agitur”*]. Por el contrario, en el negocio de aplicación, el comisionista interviene siempre por cuenta ajena, porque representa dos intereses ajenos y por ser el negocio de realización, siempre, para él, un contrato realizado, en gestión de negocios ajenos.

En otro orden de cosas, el Comisionista que hace autoentrada, ocupa frente a su comitente la posición de comprador o vendedor, además de su original condición de comisionista. En cambio, en el negocio de aplicación, una vez que el comisionista ha casado las órdenes de sus comitentes, los efectos de la compraventa de ejecución, se producen entre los patrimonios de aquéllos, de modo que el comisionista no llega a asumir, frente a ninguno de ellos, la condición definitiva de comprador, ni de vendedor. Y, por fin, para poder hacer autoentrada se requiere la aprobación de un comitente, pero para que un comisionista pueda realizar un negocio de aplicación, necesita la licencia *de los dos comitentes*. Mas, en el ámbito de la actividad bursátil, el art. 96 CCo., que establecía la prohibición absoluta de autoentrada, omitía cualquier referencia a los negocios de aplicación y esta omisión únicamente podía significar que a los Agentes de Cambio y Bolsa *no se les prohibía hacer negocios de aplicación*⁷⁹.

Sobre la licitud de las aplicaciones bursátiles no podía haber duda alguna, durante la vigencia de los preceptos del Código de comercio. La única interrogante era si el Agente de Cambio y Bolsa necesitaba, o no, la licencia de sus comitentes. La doctrina difería en este punto, aunque incluso los que consideraban que era necesaria la licencia, admitían que era válida una licencia tácita. Sin embargo, parece más plausible el criterio de quienes pensaban que ni siquiera era precisa una licencia tácita, por la simple razón de que las aplicaciones no estaban prohibidas⁸⁰. Y, además, los posibles riesgos que podrían surgir para los dos comitentes, resultarían enervados por la objetividad de los precios de cotización bursátil.

Actualmente, el art. 81 [*“Acumulación y atribución de órdenes”*], RDESI./2008 ha venido a establecer que las entidades que presten servicios de inversión sólo podrán ejecutar las órdenes de clientes *“acumulándolas a las de otros clientes o a las transacciones por cuenta propia cuando se cumplan las siguientes condiciones”*: en primer lugar, que resulte improbable que la acumulación perjudique en conjunto a ninguno de los clientes cuyas órdenes se acumulan. En segundo, que se informe a cada uno de los clientes afectados que, como resultado de la acumulación de órdenes, pueden verse perjudicados en relación con una orden concreta. En tercero, que se adopte y se aplique de manera efectiva una política de atribución de órdenes que prevea de manera precisa la atribución equitativa de órdenes y transacciones acumuladas, especificando cómo la relación entre volumen y precio de las órdenes determina las atribuciones y el tratamiento de las ejecuciones parciales. Deberán incluirse en esta política procedimientos concebidos para evitar la reatribución, de forma perjudicial para los clientes, de las operaciones por cuenta propia que se ejecuten en combinación con las órdenes de los clientes.

78 DE CAL Y VARA.: cit., ps. 142 y s. OTERO LASTRES, J.M.: *“La autoentrada de los Agentes...”*, cit., p. 110.

79 OTERO LASTRES, J.M.: *“La autoentrada de los Agentes...”*, cit., p. 119.

80 OTERO LASTRES, J.M.: *“La autoentrada de los Agentes...”* cit., p. 120.

En cuarto lugar, que cuando se acumulen órdenes de varios clientes y la orden acumulada sólo se ejecute parcialmente, se atribuyan las operaciones de conformidad con su política de gestión de órdenes.

En quinto, que cuando acumulen órdenes de uno o varios clientes con transacciones por cuenta propia, no se atribuyan las operaciones de manera que resulte perjudicial para un cliente.

Y, por fin, en sexto y último lugar: que cuando se acumule la orden de un cliente con una transacción por cuenta propia y la orden acumulada se ejecute parcialmente, se atribuyan las operaciones con prioridad al cliente sobre la entidad salvo cuando ésta pueda demostrar, de manera razonable, que sin la acumulación no se habría podido ejecutar la orden, o bien, no se habría podido hacer en términos tan ventajosos, en cuyo caso podrá atribuirse proporcionalmente la transacción por cuenta propia de conformidad con lo dispuesto en la letra c) anterior.

Asimismo, la L.Ref.LMV./2007 vino a regular lo que se conoce como la “*internalización sistemática*”, que -de acuerdo con la E.M./L.Ref.LMV./2007- viene definida en como un *servicio de inversión más dentro de los reservados a las ESIs.*, con lo que se da carta de naturaleza a una tercera forma alternativa de negociar instrumentos financieros que ya se daba en la práctica de las empresas de servicios de inversión, esto es, la *ejecución por cuenta propia, internamente* y de forma organizada y *sistemática* de órdenes de clientes sobre instrumentos financieros admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales. Esta práctica se considera positiva para incrementar la competencia en los mercados financieros pero al mismo tiempo se hace patente la necesidad de sujetarla a ciertas reglas, para evitar situaciones de trato injusto hacia los clientes. En este sentido -sigue diciendo la E.M./L.Ref.LMV./2007-, se establecen *obligaciones de información y de transparencia* en cuanto a las posibilidades de ejecución de órdenes que ofrece el servicio, se introducen disposiciones que garanticen un trato no discriminatorio a los clientes en el acceso a este servicio de inversión, y normas relacionadas con el procedimiento de ejecución de las órdenes.

Existe “*internalización sistemática*”, cuando entidades de crédito y ESIs. sometidas a la LMV., “*ejecut[an] al margen de un mercado regulado o de un sistema multilateral de negociación, por cuenta propia, órdenes de clientes sobre acciones admitidas a negociación en mercados regulados siempre que esta actuación se desarrolle de forma organizada, frecuente y sistemática y que se refiera a órdenes cuyo importe sea igual o inferior al volumen estándar del mercado que corresponda al valor en función de lo descrito en el apartado siguiente*”. Así, la “*internalización sistemática*” reúne -ciertamente- rasgos característicos de las autoentradas, porque presupone que las entidades afectadas efectúan -por cuenta *propia*- compras o ventas de acciones cotizadas, sobre órdenes que les fueron impartidas por sus clientes, para que las ejecutasen por cuenta de éstos. Por eso, el art. 130 -bajo la significativa rúbrica “*ejecución de órdenes*”- dispone que “*los internalizadores sistemáticos ejecutarán las órdenes que recibían de sus clientes minoristas a los precios cotizados en firme en vigor en el momento de la recepción de la orden*”, pero “[s]iempre que al hacerlo respeten la obligación de mejor ejecución que regula el artículo 79 sexies”.

V.5.3.- Transparencia en la gestión.

Pero el art. 79 también alude a la necesidad de que las entidades que presten servicios de inversión, actúen “*con ... transparencia*”, y esta condición no se encuentra relacionada, necesariamente, con el interés del cliente. El Principio de *Transparencia* constituye uno de los principios generales del Derecho del Mercado de Valores, y -si se me apura- creo que podría decirse que es un principio común a *todo* el Derecho del *Sistema*

financiero, en su conjunto. Pues bien; ¿significa ésto que al Comisionista bursátil, en el desarrollo del encargo encomendado, se le obliga a proteger los intereses generales del mercado? Al parecer, el art. 79, LMV./v.a., que establecía que las ESIs., las entidades de crédito, las IIC., los emisores y -en general- cuantas personas ejercieran, de forma directa o indirecta, actividades relacionadas con los mercados de valores, deberían comportarse “*con diligencia y transparencia en interés de sus clientes y en defensa de la integridad del mercado*”, sí que imponía un deber de semejante alcance. Pero el art. 79, LMV./v.n./2007 ha suprimido las palabras “*y en defensa de la integridad del mercado*”, de tal modo y manera que la exigencia de transparencia -que subsiste- debe entenderse relacionada con la actuación “*en interés de sus clientes*”. Dicho de otro modo: se trata de actuar con transparencia frente al propio cliente. Es en este sentido, como se debe interpretar la norma contenida en el párr. 2º, cuando dice que “*no se considerará que las empresas de servicios de inversión actúan con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes, si en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario que no se ajuste a lo establecido en las disposiciones que desarrollen esta Ley*”.

Lo anterior no significa que las ESIs., las entidades de crédito, las IIC., las SGIIC., etc. no tengan la obligación o deber general de proteger los intereses generales del mercado, pero -con toda probabilidad- este deber haya de encontrar asiendo, no en el art. 79, sino en otro precepto, situado -además- en otra sede sistemática: acaso en los arts. 80 y ss., que forman el Cap. II, Tít. VII, LMV./v.n./2007, porque se trata de normas referidas al abuso de mercado, y no -como los arts. 78 al 79-*sexies*- a las normas de conducta en la prestación de servicios de inversión.

V.6.- Obligaciones del Comisionista bursátil, rendición de cuentas y estatuto de la Empresa de Servicios de Inversión.

Si tenemos en cuenta que la Comisión bursátil es una comisión en la que se producen flujos de activos financieros y monetarios, de tal modo y manera que el Comisionista bursátil, en su actividad se convierte en intermediario financiero, y -por consiguiente- asume riesgos financieros de solvencia, no puede extrañar que el Derecho del Mercado de Valores se preocupe muy intensamente por que el Comisionista haga honor a sus compromisos, no ya de gestión... sino de rendición de cuentas, que es la otra “gran” obligación general del Comisionista; una obligación que posee carácter fundamental; tanto como el de la mismísima obligación de ejecución del encargo, ya que rendir cuentas de la gestión realizada representa una obligación genérica de todo contrato de mandato⁸¹, y, así, “*todo mandatario está obligado a dar cuenta de sus operaciones y a abonar al Mandante cuanto haya recibido en virtud del mandato, aun cuando lo recibido no se debiera al segundo*” [art. 1720, C.C., art. 1713 Cod.civ.it.]. Sin embargo, la Ley mercantil también alude a esta obligación, que viene establecida en el art. 263, CCo.⁸², donde se dispone lo siguiente:

“El Comisionista estará obligado a rendir, con relación a sus libros, cuenta especificada y justificada de las cantidades que percibió para la Comisión, reintegrando al Comitente, en el plazo y forma que éste le prescriba, del sobrante que resulte a su favor...”

81 LANGLE RUBIO,E.: “Manual de Derecho mercantil español”, t. III, edit. BOSCH, Barcelona, 1959, p. 295. URÍA GONZÁLEZ,R.: cit., 29ª ed., p. 725. FERRI/ANGELICI/FERRI.: cit., 10º ed., p. 999.

82 ESPINOSA JOVER,M.: “La Rendición de Cuentas en Derecho privado”, edit. EDERSA, Madrid, 1975, p. 32. ROVIRA MOLA,A.de.: Voz “Comisión mercantil”, en “Nueva Enciclopedia Jurídica Seix”, t. IV, edit. SEIX, Barcelona, 1954, p. 449.

Esta obligación viene completada con la previsión de que, en caso de mora del Comisionista, éste deberá abonar el interés legal, aunque éllo -claro está- aparte de indemnizar daños y perjuicios⁸³ [¿Acaso otro supuesto de productividad de intereses “de pleno derecho”?]. A decir verdad, nos hallamos ante dos obligaciones estrechamente relacionadas pero distintas y de contenido diverso: por un lado, la obligación de rendición de cuentas, propiamente dicha. Y, por otro, la de restitución de sobrantes y traslación del producto de la operación. El concepto de “cuentas” alude a la idea de “razón o satisfacción de alguna cosa”, o bien al “pliego o papel en que está escrita alguna razón compuesta de varias partidas que al final se suman o restan”. En esta línea, se habla de cuentas como “la razón o memoria que presenta el administrador de lo que da y lo que recibe”⁸⁴. De esta manera, se destaca el carácter probatorio que posee el documento contable. En este sentido, la obligación de rendición de cuentas del Comisionista venía, ya, regulada con mayor precisión y detenimiento en el Código de Sainz de Andino, cuyos preceptos verdaderamente reflejaban el sentido de la misma. En efecto: los arts. 139 y 140, CCo./1829 establecían que el Comisionista estaba “obligado a rendir al comitente, desde luego, cuenta detallada y justificada de las cantidades que percibió para ella”; es decir: de las cantidades que le fueron entregadas para llevar a cabo el encargo; es decir: se rinden cuentas, primeramente, del destino y aplicación de la provisión de fondos, ya que –en el fondo- el Comisionista dispone de fondos “ajenos” o, siquiera, de fondos que debe aplicar o restituir. Acto seguido, el art. 140, CCo./1829 disponía que las cuentas que los comisionistas rindiesen a sus comitentes habrían de “concordar exactamente con los libros y asientos de éstos”, añadiéndose que todo comisionista a quien se probase “que una cuenta de comisión no está conforme con lo que resulta de sus libros será reo de hurto y juzgado como tal”, y que “lo mismo sucederá al comisionista que no obre con fidelidad en la rendición de su cuenta, alterando los precios y pactos bajo que se hizo la negociación a que ésta se refiera, o suponiendo o exagerando cualquiera especie de los gastos comprendidos en ella”.

De todo lo dicho se deduce cuál es el verdadero sentido y alcance de la rendición de cuentas por el Comisionista, que el vigente Código ha reducido a tal parquedad que apenas se descubre bajo los pobres términos del art. 263, CCo. Dicho sentido se descubre considerando al Comisionista como un *administrador de bienes ajenos* y –por consiguiente- como un intermediario *por cuenta ajena* en la *circulación de la riqueza*⁸⁵. En efecto: a diferencia de los bancos, que intermedian en el crédito y en el dinero por cuenta –principalmente- *propia*, los comisionistas, corredores o mandatarios que reciben fondos de sus clientes, para efectuar por cuenta de ellos operaciones determinadas, no efectúan esa operación bancaria tan absolutamente característica como es la recepción de fondos del público, porque es preciso, para que podamos hablar de bancos y de operaciones bancarias –que, en este aspecto, representan justo lo contrario de la actividad de los comisionistas-, que el receptor pueda disponer de los fondos por cuenta propia. Así, p.e., en Francia el Code.Mon.fr.fr./2000, exige –y permite- que todos los establecimientos de crédito puedan recibir fondos del público para utilizarlos *por cuenta propia*⁸⁶, y -

83 LANGLE RUBIO,E.: “Manual...”, cit., t. III, p. 295.

84 ESPINOSA JOVER,M.: “La Rendición de Cuentas...”, cit., p. 8, quien cita –por vía indirecta- unas palabras de DIEGO DEL CASTILLO, reproducidas –a su vez- por GITRAMA.

85 ESPINOSA JOVER,M.: “La Rendición de Cuentas...”, cit., ps. 8 y s. Explícitamente, GAY DE MONTELLÁ,R.: “Código de comercio...”, cit., t. III, vol. 1º, p. 33, considera al Comisionista como un “depositario” y justifica sobre esta base “que el Código le imponga la obligación de todo guardador de cosa mueble, según la cual debe rendir al comitente cuenta especificada y justificada”.

86 Señala Michel VASSEUR que la “Loi bancaire” no ha acogido, al menos expresamente, la cuestión de los depósitos con afectación especial, acompañados de una prohibición al depositario de disponer en provecho propio de los fondos.

en este sentido- el Derecho bancario español sigue el mismo criterio: así el art. 37, LOB., como el art. 1º, nº 1, RDLeg. nº 1298/1986, de 28 de junio, establecen que las entidades de crédito son “empresas que tienen como actividad típica y habitual captar fondos del público, en forma de depósito, préstamo, cesión temporal de activos financieros y otras análogas que comporten la obligación de restitución, empleando tales fondos en la concesión de créditos por cuenta propia”. Pero esto es lo que ocurre con los depósitos bancarios: en el caso de la Comisión, la situación es precisamente la contraria: los fondos se ponen a disposición del Comisionista, para que éste les dé la aplicación correspondiente por cuenta de su Comitente, en el cumplimiento del encargo y de acuerdo con sus instrucciones [art. 264, CCo.]. Por este motivo, el Comisionista debe justificar el destino y aplicación de esa provisión de fondos, y el cauce jurídico para que proporcione tal justificación es –precisamente- la Obligación de “Rendición de cuentas”⁸⁷.

Por otra parte, aunque el art. 263, CCo. es menos claro y acertado que el art. 1720, C.C., hay que entender que no solamente habrá que justificar el empleo de los fondos y efectos remitidos en comisión [provisión de fondos], sino también los obtenidos de tercero, como consecuencia de la ejecución del encargo, y cuyo destino es ser trasladados al Comitente, porque el Comisionista actúa por cuenta e interés de este último. Por este motivo, hallamos aquí una segunda justificación al deber de rendir cuentas⁸⁸.

V.7.- COMISIÓN DE GARANTÍA.

La última característica específica del Contrato de Comisión *bursátil*; del Contrato de Comisión de los intermediarios profesionales de los mercados de valores, es que semejante mandato pertenece a la categoría de las Comisiones “de garantía”⁸⁹. En definitiva, se trata de comisionistas “delcrédere”; es decir: aquéllos participantes en unos contratos de comisión en los que el comisionista garantiza el *buen fin* de la operación; es decir: el correcto cumplimiento por el tercero, de las obligaciones dimanantes del negocio de ejecución. Y lo son “*ope legis*”, sin necesidad de que se haya convenido contractualmente esta garantía, ni siquiera de que se haya previsto para el comisionista la percepción de una “sobrecomisión”, como prevé el art. 272, CCo.⁹⁰. Esto significa, ni más ni menos, que el comisionista -es decir: la Sociedad o Agencia de Valores, el Banco, Caja de ahorros..., etc.- que, por cuenta de un cliente, se comprometa a concluir contratos de compra y venta de valores negociables, con terceros, no solamente no tendrán derecho a percibir el premio o comisión por sus servicios, cuando los terceros con los que han contratado por cuenta de sus clientes no cumplan lo pactado en los contratos de compraventa, sino que incluso deberán de pagar el precio de venta, si el tercero comprador no lo paga, y transmitir los títulos comprados, si el tercero vendedor no los entrega. Tal era el verdadero significado de la aparente excepción al régimen de

87 ESPINOSA JOVER,M.: “La Rendición de Cuentas...”, cit., p. 9. GAY DE MONTELLÁ,R.: “Código de comercio...”, cit., t. III, vol. 1º, p. 33.

88 GONZALEZ DE ECHAVARRI Y VIVANCO,J.Mª.: “Comentarios al Código de Comercio, Leyes, Jurisprudencia y Usos mercantiles españoles y a toda la Legislación comercial extranjera”, t. III, 2ª ed. impr. IMPRENTA Y LIBRERÍA DE ANDRÉS MARTÍN, Valladolid, s/f., p. 104, quien señala que “la obligación de rendir cuentas tiene por principal objetivo el reintegrar al Comitente de las cantidades que percibió y resultan a favor de éste”.

89 IBÁÑEZ JIMÉNEZ,J.W.: “La Contratación en...”, cit., p. 302. Respecto del Derecho francés, vid. RABUT,A.: cit., ps. 235 y s., quien calificaba el papel de los antiguos “agents de change” en la negociación bursátil como el de unos “commissionnaires ducroire”, aunque reconocía la existencia de algunas excepciones.

90 IBÁÑEZ JIMÉNEZ,J.W.: “La Contratación en...”, cit., p. 303.

prohibición absoluta de la autoentrada, que el se contenía en el art. 96, apdo, 4º CCo., al disponer que los Agentes no podrían adquirir para sí los efectos de cuya negociación estuvieren encargados “...salvo en el caso de que el Agente tenga que responder de faltas del comprador al vendedor”. Analizando el significado de esta norma, OTERO LASTRES afirmaba que debía ser interpretada conjuntamente con el art. 101 CCo., también derogado en la actualidad⁹¹. Este último precepto disponía que.:

“Los Agentes de Bolsa que intervengan en contratos de compraventa o en otras operaciones al contado o a plazo, responderán al comprador de la entrega de los efectos o valores sobre los que versen dichas operaciones, y al vendedor, del pago del precio o indemnización convenida”,

habiendo pasado este mismo principio al actual art. 41, LMV., cuando establece que.:

“En las operaciones que realicen por cuenta ajena, los miembros de los mercados secundarios oficiales de valores responderán ante sus comitentes de la entrega de los valores y del pago de su precio”.

Por este motivo creo poder afirmar que la LMV. ha mantenido el régimen de “delcrédere”; de “garantía”, propio de la Comisión Bursátil⁹².

VI.- CONTENIDO DEL CONTRATO: OBLIGACIONES DEL CLIENTE.

VI.1.- Provisión de fondos y aceptación de la comisión.

Como es lógico, puesto que el Comisionista -la Agencia de valores o la Sociedad, cuando actúa por cuenta ajena- ha de llevar a cabo contratos de compra o de venta de valores, por cuenta de su cliente, es lógico que haya de contar con el dinero o los títulos necesarios para evacuar el encargo. El Comitente debe -sin duda- proporcionárselos, de acuerdo con el tipo de operación -de contado o a plazo- que se vaya a concluir⁹³. Pero este deber de provisión de fondos o de cobertura, ¿constituye realmente un verdadero *deber* contractual -con una correlativa obligación patrimonial coactivamente exigible-, o -por el contrario- se trata sólo de una simple carga, que no es exigible ante los tribunales, pero sin cuyo cumplimiento el Comitente no puede exigir a la Sociedad o Agencia de Valores que evacúe el encargo?. Los términos del art. 39, LMV. no son claros, ya que únicamente dice que la Sociedad o Agencia de Valores “podrán subordinar” el cumplimiento de su encargo, a que se les haya hecho la oportuna provisión o cobertura. Y ésto tanto puede significar que nos hallamos ante una mera “carga”, como puede significar que se trata de una verdadera obligación, que tiene un carácter sinalagmático, respecto de la obligación de ejecución, que pesa sobre el Comisionista.

91 OTERO LASTRES, J.M.: “La autoentrada de los Agentes...”, cit., ps. 116 y ss.

92 SANCHEZ CALERO, F.: “Instituciones...”, cit., 14ª ed., p. 497. VICENT CHULIA, F.: “Compendio...”, cit., t. II, 3ª ed., p. 396.

93 RIPERT/ROBLOT.: cit., t. II, 11ª ed., p. 87, quienes señalan cómo las garantías establecidas en favor del -hoy desaparecido- “Agent de Change”, por el Decreto francés de 1890, han sido reconocidas a las “Sociétés de Bourse”, en 1988. Por eso, en los mercados de liquidación inmediata -los “marchés à règlement immédiat”-, dichas sociedades pueden exigir la puesta a su disposición de los títulos o de los fondos, antes de proceder a toda negociación. Y en los mercados de liquidación mensual o de operaciones condicionales, pueden exigir las correspondientes coberturas.

En la medida en que la Orden o Comisión bursátil es, también, un contrato *mercantil*, la aplicación subsidiaria del régimen contenido en nuestro Código de comercio -por contraposición a la normativa sobre el Mandato civil- conduciría a calificar al deber de provisión o cobertura, como una *simple carga*. Sin embargo, esta aplicación subsidiaria no es, a nuestro entender, posible, dado que existen artículos en el Reglamento de Bolsas, de 1967, que se ocupan de regular estos aspectos de la relación comitente/comisionista y que utilizan, explícita y reiteradamente el término “*exigir*”, cuando aluden a la facultad del comisionista bursátil, respecto de provisiones y coberturas. Esto sólo puede significar que al Agente y -en la actualidad- a la Sociedad o Agencia de Valores les corresponde un verdadero derecho “*ex contractu*” a exigir esas prestaciones, que -igualmente “*ex contractu*”- devienen obligatorias para el cliente (arts. 139 y 140 Regl.Bols.).

VII.2.- Remuneración por el servicio prestado.

Por otra parte, en cuanto mercantil, la Comisión bursátil se presume retribuida. El premio; la comisión o corretaje son, en principio, libres; su determinación se hace por las partes -sobre todo, por la Entidad que es miembro del mercado- sin que necesariamente tanga que existir un arancel obligatorio. De todos modos, la LMV. atribuye al Gobierno la posibilidad de establecer retribuciones máximas para las operaciones cuya cuantía no exceda de cierta cantidad, en orden a proteger al pequeño inversor, y para las operaciones que se lleven a cabo en ejecución de resoluciones judiciales. Para 1992 se prevé una plena liberalización. A falta de pacto, creo que procedería aplicar el criterio del Código de comercio, que ajusta el importe de la comisión a lo que dictase el uso de la plaza donde se va a ejecutar el encargo.

Por otra parte, también parece posible aplicar el régimen general del Código, en el sentido de que la comisión o premio se perciben por el resultado obtenido.

Pero, en el marco de la prestación de “*servicios de inversión*”, que son servicios canalizados a través de contratos -como el de Comisión *bursátil*- que lo son “*de empresa*” en sentido *técnico*, la remuneración por los servicios prestados termina por plantear problemas de *elata* y *trasparencia*. Por este motivo, el art. 100, LMV. califica como infracciones graves las que consisten en la percepción por quienes presten servicios de inversión de comisiones en cuantía superior a los límites en su caso establecidos o sin haber cumplido el requisito de previa publicación y comunicación de las tarifas en el supuesto de que ello resulte obligatorio. Ciertamente que, en principio, las entidades que presten servicios de inversión “*establecerán libremente sus tarifas máximas de comisiones y gastos repercutibles*”, en relación con las actividades enumeradas en el art. 63, LMV. [art. 71, nº 1, RDESI./2008], pero también es verdad que “*deberán establecerse tarifas para todas las operaciones que la entidad realice habitualmente, pudiendo excluir aquellas derivadas de servicios financieros de carácter singular, en los supuestos que la Comisión Nacional del Mercado de Valores determine*”, y que “[1]as tarifas establecidas en virtud del apartado anterior deberán incluirse en un folleto cuyo contenido determinará el Ministro de Economía y Hacienda”.