

# Gestión de carteras de inversión

Fernando Zunzunegui

# Gestión de carteras de inversión:

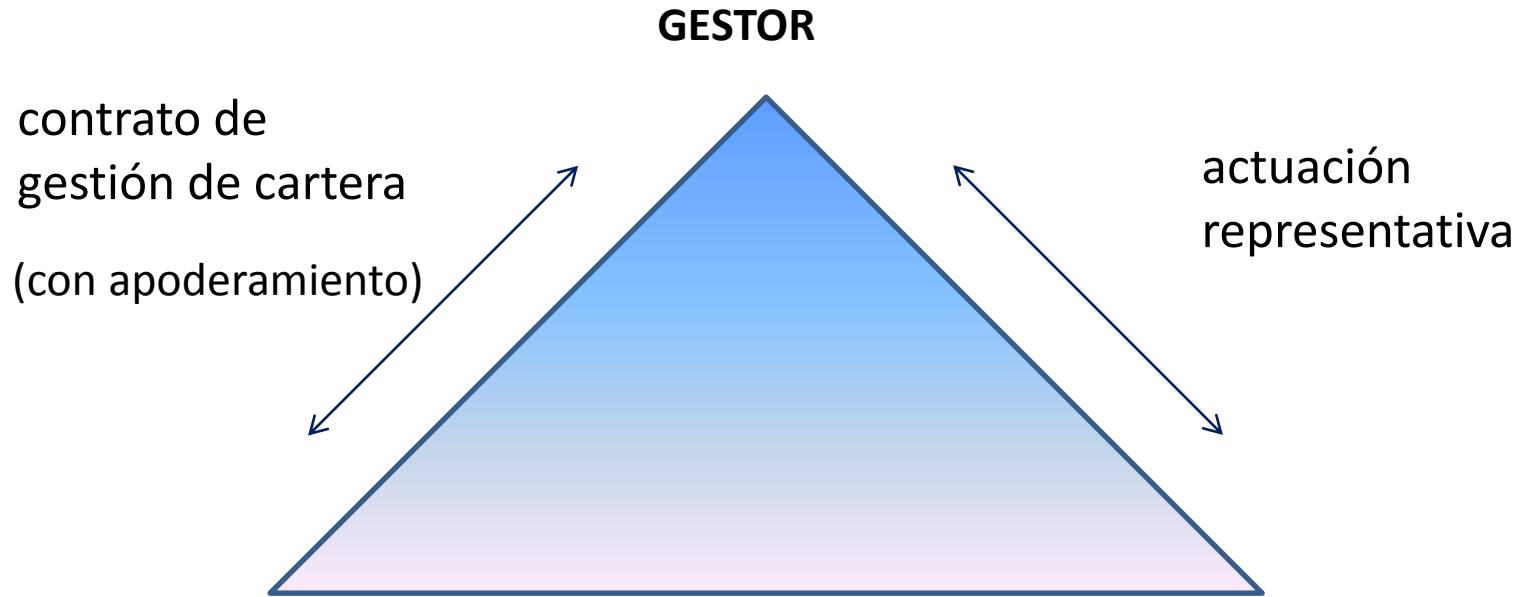
## Temas a tratar

- 1) Caracteres
- 2) Naturaleza
- 3) Distinción de figuras afines
- 4) Régimen jurídico
- 5) Elementos
- 6) Contenido
- 7) Extinción

# 1) Caracteres

- es una gestión **discrecional**
- es una gestión **individualizada**
- **Justificación STS 244/2013**

# 1) Noción: Estructura del contrato



**TITULAR**

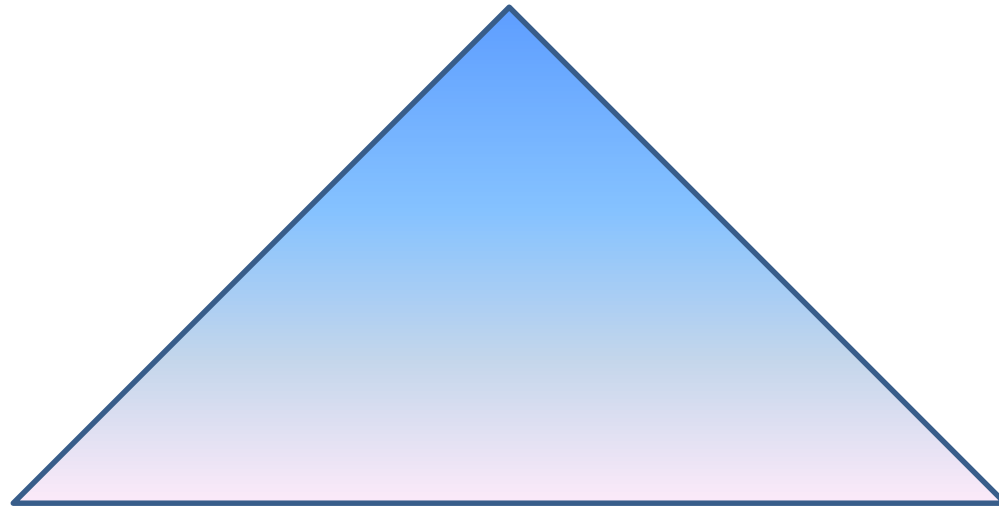


**BANCO  
DEPOSITARIO**

Contrato de cuenta  
(efectivos y valores)  
Servicios auxiliares de pagos y  
de custodia y administración de valores

# 1) Noción: Recuerda a la Inversión Colectiva

ENTIDAD GESTORA



FONDO (PARTÍCIPES)

DEPOSITARIO

## 2) Naturaleza

- Es una **comisión mercantil** ([art. 244 Ccom](#))
  - condición de comerciante del comisionista ([art. 144.1 y 145.1 LMV](#))
- **Especial**: regulada en la LMV
- De **carácter complejo**
  - ¿**Contrato atípico?**: [STSJ de Navarra de 20-II-1997](#)

### 3) Distinción de figuras afines

- **Asesoramiento financiero** ([art. 140.g](#)) TRLMV)

Confusión en STS 102/2016, 25 de febrero: *“Para que exista asesoramiento no es requisito imprescindible la existencia de un contrato remunerado "ad hoc" ni que las inversiones se incluyan en un contrato de gestión de carteras.”*

- **Negociación por cuenta ajena** ([art. 140.c](#)) LMV)

- **Gestión colectiva**

- **Gestión de patrimonios** ([Anexo.11](#) Ley 10/2014 ).

## 4) Régimen jurídico

### – Ley especial

- LMV y su desarrollo reglamentario
  - [Real Decreto 217/2008](#), de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión
  - [Orden EHA/1665/2010](#), de 11 de junio, por la que se desarrollan los artículos 71 y 76 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión, en materia de tarifas y contratos-tipo
  - [Circular 7/2011](#), de 12 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo

### – Código de comercio

- [Arts. 244-280](#) sobre la comisión.



## 5) Elementos

- **Objetivo**: “cartera de inversión”
- **Subjetivo**: el gestor debe ser una entidad financiera autorizada ([art. 144](#) TRLMV)
- **Formal**: contrato-tipo

## 6) Contenido: según contrato-tipo

- Sobre la cartera
- Sobre la gestión
- Sobre los conflictos de interés
- Sobre el cese del servicio

## 6) Contenido: Obligaciones del gestor

- Realizar una **gestión discrecional** (STSI de Navarra 20-II-1997).
- Realizar una **gestión individualizada** (personal).
- Debe **mantener informado al titular** de la gestión, **rindiendo cuentas** de la gestión.

## 6) Contenido: Normas de conducta del gestor

- Identificar a sus clientes ([art. 212 TRLMV](#)).
  - Clasificar a los clientes ([art. 203 TRLMV](#))
  - Test de idoneidad ([art. 213 TRLMV](#))
  - ¿Aviso de incoherencia? [STS 244/2013](#)
- Desarrollar su actividad de acuerdo con los criterios generales de inversión ([STS 244/2013](#))
- Separación de patrimonios.
- Prohibición de aceptar y retener honorarios, comisiones u otros beneficios (retrocesiones) [art. 220 quater.1 LMV]

## 6) Contenido:

# Responsabilidad del gestor

STS, Pleno, 240/2013

- El gestor debe responder frente al cliente *«por haber mantenido una inversión contraria a su perfil conservador, plasmado en el contrato, y sin facilitarle la más mínima información sobre el riesgo»*, de tal modo que: *«La entidad recurrente hizo correr al patrimonio del demandante un riesgo que este, contractualmente, no deseaba, y solamente ya este incumplimiento contractual comportaba de por sí una falta de la diligencia exigible a todo profesional del sector, que entre sus obligaciones frente al cliente tiene la de protegerle frente a riesgos de su inversión no deseados, entre ellos un posible fraude»*.

## 6) Contenido:

# Responsabilidad del gestor

STS, 3ª, 1571/2017, de 18 de octubre

- “La obligación de actuar con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes, que prevé el artículo 79 de la Ley del Mercado de Valores , debe interpretarse en el sentido de que las entidades que prestan servicios de inversión **no pueden aplicar sistemas o modelos de gestión de IIC estandarizados que comporten la percepción de incentivos de terceros** por la prestación de servicios de intermediación financiera, **que supongan un excesivo sobrecoste en comisiones”**.

# 6) Contenido:

## Responsabilidad del gestor

STS, 3ª, 1571/2017, de 18 de octubre

Resulta incompatible con la obligación de «comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes»:

- **Recomendar u ofrecer inversiones “que objetivamente no sean las más beneficiosas** para los mismos, en cuanto que, existiendo otras alternativas similares de inversión con menores costes de gestión, comporta soportar un sobrecoste en comisiones que no resulta acorde con el mercado de prestación de servicios de intermediación financiera.”
- **Apliquen un modelo de gestión de carteras estandarizado que no comporte un incremento sustancial de las expectativas de rentabilidad ni una reducción del riesgo de pérdidas, que conlleve que perciban incentivos “que generan ingresos superiores a los estándares normales devengados en la prestación de los servicios de intermediación, y que no redunden en una mejora de la calidad del servicio, cuando previamente no se haya informado y asesorado de forma personalizada y concreta y, por tanto, no genérica, al cliente sobre las características y el tipo de inversión.”**

## 6) Contenido:

# Responsabilidad del gestor

[SAP Madrid 16447/2009, de 27/11/2009](#)

- No consta que el gestor haya infringido las normas reglamentarias de buena conducta, en concreto la obligación de dar absoluta prioridad al interés del cliente, ni de la obligación del gestor de informar al cliente de las condiciones del mercado y del riesgo asumido.



# Responsabilidad: nexo causal

[SAP Asturias, Sección 7ª, 344/2010 de 9 julio](#)

- No consta que el riesgo de fraude fuese absolutamente imprevisible.
- Banco obligado a probar los controles, precauciones y garantías adoptadas ante un producto que debía considerar de alto riesgo, y ninguna prueba ha practicado al respecto. Debe responsabilizarse del perjuicio patrimonial sufrido por el actor, en atención a lo dispuesto en el artículo 1.101 del Código Civil .

## 6) Contenido: Obligaciones del titular

- retribuir al gestor las comisiones pactadas
  - el gestor dispone de un **derecho de retención** ([art. 276 Ccom](#))
- colaborar con el gestor
  - otorgando facultades al gestor

## 7) Extinción

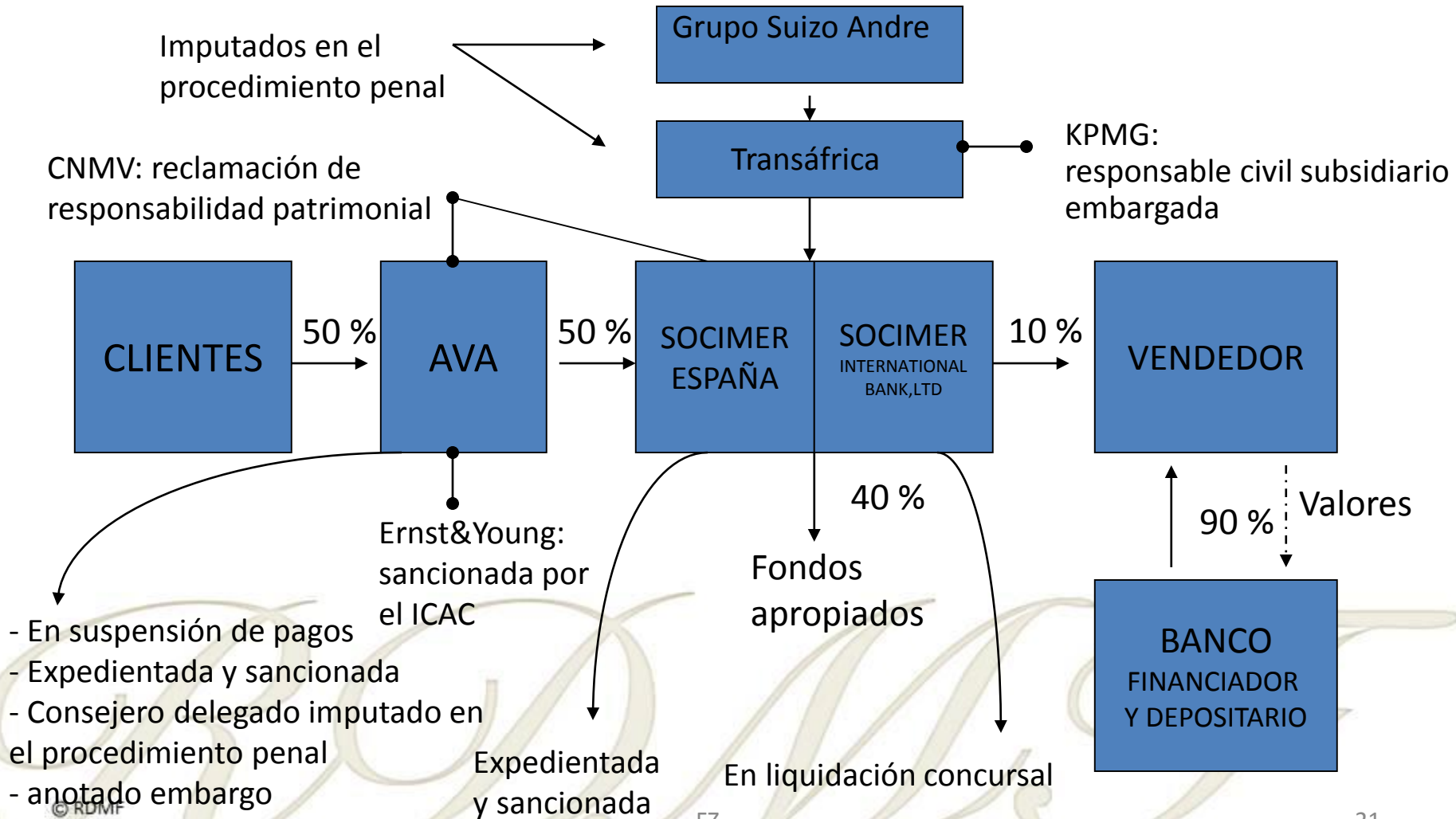
- El titular puede **resolver unilateralmente** el contrato
- Finalizado el contrato, el gestor debe **poner el patrimonio a disposición del titular**

# Fin de la presentación

Gestión de carteras de inversión

Fernando Zunzunegui

# Caso AVA



## Art. 63.1 d) LMV

“1. Se considerarán servicios de inversión los siguientes:

[...]

d) La gestión discrecional e individualizada de carteras de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes” [...]



# Justificación

- Encomendar a un profesional la gestión del patrimonio mobiliario, diversificando riesgos y asumiendo el coste de la gestión
  - parte de la incapacidad técnica del titular para administrar su cartera



# STS, Pleno, 244/2013, 18-IV-2013

- La gestión de carteras *«se caracteriza por la especificidad de su objeto y se basa en la confianza del cliente hacia el profesional del mercado de valores al que confiere amplias facultades para realizar, por cuenta del cliente inversor, las operaciones que considere más convenientes para el objetivo perseguido, conseguir una mayor rentabilidad, en relación a un ámbito restringido de actividad, el de la inversión en valores negociables»*





## Art. 244 Código de comercio

“Se reputará Comisión mercantil el mandato, cuando tenga por objeto un acto u operación de comercio y sea comerciante o agente mediador del comercio el comitente o el comisionista.”



## De carácter complejo

- **De carácter complejo:** grupo de contratos bajo la dependencia de uno principal: la gestión de carteras
  - vinculada a los servicios auxiliares de custodia y administración de valores y al servicio de pago de cuenta corriente de efectivos



## asesoramiento financiero

- No es un **asesoramiento financiero**, en el que el asesor se limita a proponer al cliente decisiones de inversión (nuevo servicio de inversión)



## Negociación por cuenta ajena

- No es una negociación por cuenta ajena, en la que no hay discrecionalidad sino **ejecución de órdenes** por cuenta del cliente



# Gestión colectiva

- No es una **gestión colectiva** en la que el gestor (del fondo) no atiende a las instrucciones (individuales) del partícipe y en la que surge un patrimonio colectivo (fondo), actividad regulada por la Ley 35/2003, de 4 de noviembre (LIIC)
- Son IIC aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos (art. 1.1 LIIC).



# Gestión de patrimonios

- No es una **gestión de patrimonios** su ámbito se reduce a la gestión del patrimonio mobiliario, no comprendiendo la gestión de los bienes inmuebles o de los muebles distintos de los instrumentos financieros.



## STSJ de Navarra 20-II-1997, FJ 3º

### Naturaleza contrato de gestión de carteras

- *“Este contrato se considera por la doctrina como un contrato atípico e innominado en cuanto carece de una regulación específica, que guarda similitud, sin confundirse con ellos, con los de mandato civil o de comisión mercantil por lo que viene a regirse, sin perjuicio de lo que al efecto puedan convenir las partes, conforme al art. 1.255 del Código Civil o la Ley 7 del Fuero Nuevo de Navarra, por los preceptos del Código de Comercio sobre el contrato de comisión dada la naturaleza mercantil del contrato, y en último término por los del Código Civil sobre el mandato, o los que sobre el mismo contrato se contienen en el Fuero Nuevo de Navarra, leyes 555 a 559.”*



## STSJ de Navarra 20-II-1997, FJ 3º Responsabilidad del gestor de carteras

- *“en este contrato de riesgo en el que no cabe sin más responsabilizar al gestor por el resultado, la responsabilidad de éste puede derivar de una actuación sin la diligencia propia de un profesional cualificado, de una actuación al margen de las instrucciones o límites establecidos por su cliente, de incumplimiento de sus obligaciones o de haber dado a los fondos un destino distinto del mercado de valores o del expresamente conferido por el cliente.”*





## Art. 64.7 LMV

- ▶ “Ninguna persona o entidad podrá, sin haber obtenido la preceptiva autorización y hallarse inscrita en los correspondientes registros administrativos, desarrollar con carácter profesional las actividades previstas en el apartado 1 y en las letras a), b), d), f) y g) del apartado 2 del artículo 63, en relación con los instrumentos financieros contemplados en el artículo 2, comprendiendo, a tal efecto, a las operaciones sobre divisas.”



## Art. 65.1 LMV

“1. Las 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.”



# Art. 63.1 g) LMV

“1. Se considerarán servicios de inversión los siguientes:...

- g) El asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros.
- No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo previsto en este apartado, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial.

...”



# Art. 63.1 b) LMV

“1. Se considerarán servicios de inversión los siguientes:

a) La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.

Se entenderá comprendida en este servicio la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros.

b) La ejecución de dichas órdenes por cuenta de clientes. [...]



# Art. 52 I) LDIEC

“Las actividades a que se refiere el artículo anterior y que se benefician de un reconocimiento mutuo dentro de la Comunidad Europea son las siguientes:

...

I) La gestión de patrimonios y asesoramiento a sus titulares.”



## Elemento Objetivo

- La gestión recae sobre la “cartera de inversión” → patrimonio de afectación (a la finalidad de la gestión) formado por un conjunto de instrumentos financieros (valores y dinero) con un mismo destino
  - Se caracteriza por la subrogación real de los instrumentos integrantes de la cartera (mantiene su identidad aunque cambie su composición)
  - Es un “patrimonio separado” del propio del gestor.



## Elemento subjetivo

- ▶ El gestor debe ser una entidad financiera autorizada:
  - ESI
  - Entidad de crédito
  - Sociedad Gestora de IIC (art. 40.1 LIIC)
- ▶ La gestión de carteras constituye el objeto exclusivo de las sociedades gestoras de carteras, entidades que también pueden dedicarse al asesoramiento de inversiones y, complementariamente, al asesoramiento empresarial y al análisis financiero.



# Elemento formal

- Se exige un contrato-tipo, aprobado por la CNMV
- Previsto art. 76 Real Decreto 217/2008 y desarrollado por Orden EHA/1665/2010 y Circular 7/2011.
  - Puesto a disposición del público en las oficinas y web
  - CNMV puede requerir rectificación o cese de los que no se ajusten a lo previsto reglamentariamente





# Sobre la cartera

- Identificación de las **cuentas** de valores y de efectivo afectas a la gestión.
- Relación de operaciones e instrumentos sobre los que recaerá la gestión
  - Distinguirá: renta variable, renta fija, otros instrumentos financieros de contado, instrumentos derivados, productos estructurados y financiados
  - Con autorización del cliente separada sobre cada instrumento
- Mención expresa a que la gestión recaerá exclusivamente y **no podrá superar** en ningún momento, salvo en los supuestos y límites que establezca la CNMV, la suma de:
  - 1º El patrimonio aportado inicialmente o en sucesivas ocasiones por el cliente.
  - 2º El importe de créditos obtenidos del gestor, si estuviera habilitado para ello, o de un tercero igualmente habilitado con esta finalidad.



# Sobre la gestión

- Compromiso del gestor de realizar una **gestión discrecional e individualizada** del patrimonio aportado por el cliente.
- **Relación** de los tipos de **operaciones e instrumentos** financieros sobre los que recaerá la gestión
- **Criterios generales de inversión:**
  - se fijarán teniendo en cuenta la finalidad inversora perseguida y el perfil de riesgo del inversor
  - procedimiento a seguir para modificar los criterios
- **Método de evaluación del resultado** (parámetro de referencia significativo)



# Sobre los conflictos de interés

- Mención a la existencia y disponibilidad de una política de conflictos de intereses y de gestión de órdenes de la entidad
  - Descripción de las **políticas a seguir para resolver los conflictos de interés** entre clientes (caso de prorrateo)



# Sobre el cese del servicio

- los clientes conservarán en todo momento la facultad de resolverlo unilateralmente
  - derecho de la entidad a percibir las comisiones por las operaciones y gastos pendientes
- Forma de **puesta a disposición del patrimonio** de los clientes a la finalización del contrato.



# Gestión discrecional

- realizar una **gestión discrecional**, en la que corresponde al gestor la adopción de las decisiones de inversión
  - asume una obligación de medios (debe mantener un comportamiento adecuado y diligente, propio de un “ordenado comerciante y representante leal”) y no de resultados (no garantiza un rendimiento de las inversiones realizadas)



## Gestión individualizada

- realizar una **gestión individualizada (personal)**
  - debe cumplir las instrucciones del titular sobre valores (valores de renta fija o variable, deuda pública, derivados), mercados (nacionales o extranjeros), naturaleza de la contratación (al contado, a crédito, a plazo).



# Rendición de cuentas

- Debe **mantener informado al titular** de la gestión, rindiendo cuentas de la gestión en sus diversas fases:
  - inicial: redactando un inventario inicial
  - periódica: formulando balances periódicos de comprobación
  - final: estableciendo la situación final del patrimonio y restituyendo al titular la cartera al término del contrato



# Identificar a sus clientes

- **Identificar a sus clientes**, solicitando, a los no institucionales, información sobre su experiencia inversora, objetivos, capacidad financiera y preferencia de riesgo.





## Art. 79 bis.6 LMV (test de idoneidad)

- ▶ “Cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate; sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquél, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente.”



# STS 244/2013, de 18 de abril

## Aviso de incoherencia

- *«ese plus de buena fe y diligencia a observar por la empresa que actúa en el mercado de valores exige que ésta ponga de manifiesto al cliente la incoherencia existente entre el perfil de riesgo elegido (que por los términos en que se define, riesgo muy bajo, bajo, medio, alto o muy alto, es fácilmente comprensible) y los productos de inversión aceptados por el cliente (productos cuya comprensión cabal exige conocimientos expertos en el mercado de valores) y de este modo asegurarse que la información facilitada al cliente es clara y ha sido entendida».*



# Criterios generales de inversión

- Desarrollar su actividad de acuerdo con los **criterios generales de inversión**
  - En cuyo marco invertirán el patrimonio según su mejor juicio profesional, diversificando las posiciones en busca de un equilibrio entre liquidez, seguridad y rentabilidad.
  - Desviación: cuando el criterio profesional del gestor lo aconseje o se produzcan incidencias en la contratación.



# STS 244/2013, de 18 abril

## Función criterios generales de inversión

- *«Las indicaciones del cliente sobre su perfil de riesgo y sus preferencias de inversión desempeñan una función integradora del contenido del contrato (...), haciendo la función de instrucciones al gestor para el desarrollo de su obligación básica. Por eso es fundamental que al concertar el contrato las preguntas formuladas al cliente para que defina su perfil de riesgo y los valores de inversión que pueden ser adquiridos sean claras, y que el profesional informe al cliente sobre la exacta significación de los términos de las condiciones generales referidas a dicho extremo y le advierta sobre la existencia de posibles contradicciones que pongan de manifiesto que la información facilitada al cliente no ha sido debidamente comprendida».*



# Separación de patrimonios

- Tener identificados en todo momento los valores, efectivo y operaciones en curso de cada cliente, y mantenerlos separados de los del resto de clientes y del propio gestor (**separación de patrimonios**).
  - Podrán excepcionalmente utilizar cuentas globales («cuentas omnibus») cuando resulte indispensable para el desarrollo de actividades de negociación por cuenta ajena en mercados extranjeros.



# SAP Madrid 16447/2009, de 27/11/2009

- No consta que "AVA ASESORES INVERSORES, S.A." haya infringido las normas reglamentarias de buena conducta, en concreto la obligación de dar absoluta prioridad al interés del cliente, ni de la obligación del gestor de informar al cliente de las condiciones del mercado y del riesgo asumido.
- Por el contrario, el inversor
  - tuvo una información mensual con la evolución de su cartera, y
  - no consta que formulara objeción alguna a las operaciones de inversión en los citados fondos, ni revocara el mandato, manifestando expresamente su conformidad con el saldo proporcionado por la intervención judicial.
- Es más, conociendo que la inversión en el Fondo "APAM" era manifiestamente especulativa, de alto riesgo, al menos desde que recibió información (folleto) de la CNMV, no canceló inmediatamente su inversión ni revocó el mandato, sino que la mantuvo más de un año, debiendo presumirse que fue por la esperanza de que el valor se recuperara. Otra conducta no admite otra explicación lógica en un inversor experto.



# SAP Asturias, Sección 7ª, 344/2010 de 9 julio

## Responsabilidad: nexo causal

- Argumento del banco
  - pérdida total del capital invertido en el producto litigioso obedeció a un fraude imprevisible
- Sentencia:
  - no consta que el riesgo de fraude fuese absolutamente imprevisible en un producto de tales características, ni que no se pudiesen adoptar medidas preventivas o de garantía para los clientes contra ese riesgo
  - actuación negligente del Banco en lo referente a su obligación de informar cumplidamente al cliente sobre las características y riesgos del producto en el que iba a mantener el 100% de su cartera,
  - Banco obligado a probar los controles, precauciones y garantías adoptadas ante un producto que debía considerar de alto riesgo, y ninguna prueba ha practicado al respecto,
- Fallo
  - la demandada debe responsabilizarse del perjuicio patrimonial sufrido por el actor, en atención a lo dispuesto en el artículo 1.101 del Código Civil .



# Retribuir al gestor

- **retribuir al gestor** las comisiones pactadas (la gestión de carteras es un negocio oneroso)
  - el **sistema retributivo** será el libremente pactado: habitualmente se aplica un sistema mixto = comisión fija por el volumen de la cartera administrada y comisión variable en atención a los resultados obtenidos
  - puede pactarse el cargo en cuenta las comisiones y gastos
  - el gestor dispone de un **derecho de retención** sobre los valores de la cartera: en garantía del cobro de las comisiones y gastos (art. 276 Código comercio)





# Colaborar con el gestor

- **colaborar con el gestor** proporcionándole los elementos necesarios para la prestación del servicio
  - haciendo entrega de los valores y los fondos que componen la cartera
  - otorgando facultades al gestor (apoderamiento, que puede ser notarial)



# Resolución del contrato

- El **titular puede resolver unilateralmente** el contrato, sin perjuicio del derecho de la entidad a percibir las comisiones por las operaciones realizadas pendientes de liquidar en el momento de la resolución del contrato y otros gastos pactados contractualmente
  - Resuelto el contrato, el gestor dispone de un plazo máximo de quince días para rendir y dar razón de las **cuentas de la gestión**
- Finalizado el contrato, el gestor debe **poner el patrimonio a disposición del titular** en la forma prevista en el contrato, previa deducción de las cantidades debidas (núm. sexto).



## Art. 64.4 LMV

“4. Las sociedades gestoras de carteras son aquellas empresas de servicios de inversión que exclusivamente pueden prestar el servicio de inversión previstos en el artículo 63.1.d) [gestión de carteras] y g) [asesoramiento de inversión]. También podrán realizar los servicios auxiliares previstos en el artículo 63.2.c) [asesoramiento empresarial] y e) [análisis]”



# Art. 276 Código de comercio

“Los efectos que se remitieren en consignación, se entenderán especialmente obligados al pago de los derechos de comisión, anticipaciones y gastos que el comisionista hubiere hecho por cuenta de su valor y producto.

Como consecuencia de esta obligación:

1º) Ningún comisionista podrá ser desposeído de los efectos que recibió en consignación, sin que previamente se le reembolse de sus anticipaciones, gastos y derechos de comisión.

2º) Por cuenta del producto de los mismos géneros deberá ser pagado el comisionista con preferencia a los demás acreedores del comitente, salvo lo dispuesto en el art. 375.

Para gozar de la preferencia consignada en este artículo, será condición necesaria que los efectos estén en poder del consignatario o comisionista, o que se hallen a su disposición en depósito o almacén público, o que se haya verificado la expedición consignándola a su nombre, habiendo recibido el conocimiento, talón o carta de transporte firmada por el encargado de verificarlo.”

