

Universidad Andina Simón Bolívar

Sede Ecuador

Área de Derecho

Programa de Maestría  
en Derecho Financiero, Bursátil y de Seguros

**La aplicación de un modelo de autorregulador independiente en la  
legislación bursátil ecuatoriana**

Héctor Eduardo Almeida Granja

2011

*Al presentar esta tesis como uno de los requisitos previos para la obtención del grado de magíster de la Universidad Andina Simón Bolívar, autorizo al centro de información o a la biblioteca de la universidad para que haga de esta tesis un documento disponible para su lectura según las normas de la universidad.*

*Estoy de acuerdo en que se realice cualquier copia de esta tesis dentro de las regulaciones de la universidad, siempre y cuando esta reproducción no suponga una ganancia económica potencial.*

*Sin perjuicio de ejercer mi derecho de autor, autorizo a la Universidad Andina Simón Bolívar la publicación de esta tesis, o de parte de ella, por una sola vez dentro de los treinta meses después de su aprobación.*

*Héctor Eduardo Almeida Granja  
Quito, septiembre de 2011*

Universidad Andina Simón Bolívar

Sede Ecuador

Área de Derecho

Programa de Maestría  
en Derecho Financiero, Bursátil y de Seguros

Análisis de la aplicabilidad de un autorregulador independiente en la  
legislación bursátil ecuatoriana

Héctor Eduardo Almeida Granja

2011

Tutor: Dr. Juan Isaac Lovato

Quito - Ecuador

## **Resumen (Abstract)**

La presente investigación ha tenido por objeto la determinación de si la aplicación de un modelo de autorregulador independiente en nuestra legislación de mercado de valores es viable o no. Nuestra legislación actualmente reconoce sistemas regulatorios y autorregulatorios caracterizados por estar bajo el control de los propios participantes del mercado, es decir que son los propios participantes de cada uno de los mercados los encargados de regularse a sí mismos y en ciertos casos de imponerse sanciones; así, en el Ecuador son las bolsas de valores las entidades encargadas de expedir las normas de autorregulación que regirán en el mercado bursátil nacional.

Existen actualmente conflictos de interés al momento de generar normas de autorregulación en razón de los órganos encargados de expedirlas, y por consiguiente al momento de aplicar el sistema punitivo a cada uno de los partícipes del mercado de valores. Este problema se lo puede evidenciar, tanto al momento de emitir regulaciones, como al momento de investigar y juzgar las faltas cometidas a las normas expedidas.

Las nuevas tendencias en generación de autorregulación nos dan la pauta para determinar que el esquema que actualmente mantiene nuestra legislación de mercados financieros, en especial en lo concerniente con el mercado de valores, es anacrónico, pues no se adecúa a las necesidades que el sistema actualmente requiere.

En el presente trabajo se analizan las posiciones contrapuestas entre los modelos autorregulatorios imperantes, partiendo de aspectos generales y comunes de la autorregulación como tal, para pasar a un estudio de los modelos y tendencias autorregulatorias en derecho comparado, junto con un análisis de la normativa interna sobre la materia.

De la misma manera es necesario tener presente que el análisis de un modelo autorregulatorio implica el estudio de sus funciones conexas; así, los esquemas de supervisión y control y por consiguiente de sanción deberán ser analizados.

## **DEDICATORIA**

A mi esposa y mis padres, por su apoyo y comprensión a lo largo de esta investigación.

## **AGRADECIMIENTOS**

Agradezco a todas las personas que colaboraron en la realización del presente trabajo; y, de manera muy especial al Dr. Juan Isaac Lovato, profesional quien con su conocimiento y experiencia me ha ayudado en la presente investigación.

## **NOTA DEL AUTOR**

Las opiniones vertidas en la presente investigación son de exclusiva responsabilidad de su autor y no comprometen criterios de ninguna institución.

## **Tabla de Contenidos**

### INTRODUCCIÓN

### **CAPITULO I**

#### 1. Nociones Generales

- 1.1 Conceptos básicos
- 1.2 Intervención vs desintervención
- 1.3 Orígenes de la Autorregulación
- 1.4 Concepto de Autorregulación
- 1.5 Reconocimiento jurisprudencial

#### 2. Tendencias de la autorregulación actual

#### 3. Modelos Autorregulatorios

#### 4. Autorregulación Vs Regulación

- 4.1 Ventajas de la Autorregulación
- 4.2 Desventajas de la Autorregulación
- 4.3 Ciencias accesorias

#### 5. Demarcación del Problema a ser Analizado

### **CAPITULO II**

#### Antecedentes de la autorregulación en el mercado de valores ecuatoriano

#### 1. Antecedentes de la autorregulación

#### 2. Sistema adoptado por las leyes de mercado de valores del Ecuador

- 2.1 Ley de Mercado de Valores de 1993
- 2.2. Ley de Mercado de Valores de 1998
- 2.3 Proyecto de Ley de Mercado de Valores

#### 3. Sistemas de control, supervisión y sanción actuales en el Ecuador

#### 4. La autorregulación frente al conflicto de interés



- 4.1 Definiciones
- 4.2 Obligaciones frente al Conflicto de Interés
- 4.3 Función normativa de las Bolsas de valores

### **CAPÍTULO III**

Aplicación del modelo de autorregulador independiente en derecho comparado

#### 1. Situación actual de los autorreguladores en derecho comparado

- 1.1 Regulación en Estados Unidos
- 1.2 Regulación en Japón
- 1.3 Regulación en Alemania
- 1.4 Regulación en el Reino Unido
- 1.5 Regulación en Perú
- 1.6 Regulación en Chile
- 1.7 Regulación en México
- 1.8 Regulación en Argentina
- 1.9 Regulación en Venezuela
- 1.10 Regulación en Uruguay
- 1.11 Regulación en Bolivia
- 1.12 Regulación en Paraguay

#### 2. Modelo colombiano

(Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia AMV)

- 2.1 Características y desarrollo
- 2.2 Estructura del Autorregulador
- 2.3 Procedimiento de expedición normativa
- 2.4 Memorandos de entendimiento y Convenios
- 2.5 Aplicación de principios de gobierno corporativo

#### 3. Sistemas de control, supervisión y sanción

### **CAPÍTULO IV**

Determinación de las alternativas a ser propuestas para la solución de los problemas detectados

CONCLUSIONES

RECOMENDACIONES

BIBLIOGRAFÍA

# INTRODUCCIÓN

## CAPITULO I

### 1. NOCIONES GENERALES

El desarrollo económico de los pueblos se basa en el traslado de recursos de sectores superavitarios a sectores deficitarios. Este proceso se encuentra promovido por el sistema financiero y específicamente por el mercado de valores, al servir de mecanismo para que las compañías que pretenden obtener financiamiento tengan fuentes de obtención de recursos alternativas al sistema financiero tradicional. La gran ventaja del mercado de valores consiste en dotar a las compañías de recursos para su negocio y brindar al público productos financieros con mejores rendimientos y, en caso de necesitarse, fácilmente liquidables.

El mercado bursátil tiene como eje central de sus actividades a las bolsas de valores, es por esto que estas instituciones surgen como una herramienta efectiva para lograr una adecuada distribución de los recursos.

A diferencia de la Constitución Política expedida en 1998, la misma que en el artículo 242 establecía a la eficiencia, solidaridad, sustentabilidad y calidad como principios generales bajo los cuales se desarrollaría la economía; la Constitución actual expresamente, al normar el sistema económico, no ha mencionado estos ejes sobre los que se desenvolverá este sistema; pero, si han recogido estas disposiciones lo que se ha denominado “Soberanía Económica”, la que expresamente determina que es una atribución estatal, independiente de la relación que el Estado mantenga con sus similares, la determinación de las pautas bajo las cuales se desarrollará nuestra economía.

El artículo 283 de la Constitución vigente reconoce al ser humano como sujeto y fin. La introducción del concepto de una economía social fundamentada en las necesidades del ser humano como tal, es un avance importante, ya que toda política debe estar encaminada a

maximizar los beneficios que el ser humano pueda obtener. El tomar al ser humano como sujeto de la política y como fin al mismo tiempo, claramente nos da la pauta que toda decisión a ser tomada en el seno del gobierno va a estar encaminada a satisfacer los requerimientos de la gente, así estas se vayan en contra de la realidad macroeconómica del país.

El pretendido equilibrio entre sociedad, Estado y mercado, en armonía con la naturaleza que debe guardar el sistema económico, ha sido uno de los sustentos para que sean reconocidos un sinnúmero de nuevos derechos en la Constitución vigente, tales como los de la naturaleza. Si bien esta frase puede tener una gran repercusión filosófica corre el riesgo de simplemente ser declarativa.

La Constitución vigente, a diferencia de las anteriores, incluye la organización de la economía popular y solidaria, mientras que antes únicamente se hablaba de pública y privada. Con ésta inclusión se pretende extraer del sistema financiero tradicional a conceptos y sectores como los cooperativistas, asociativos y comunitarios, con el fin de fortalecerlos y que sirvan de medio alternativo de financiamiento y crédito.

Hay que tener presente que toda la organización económica, las políticas y sistemas implementados deberán adecuarse a lo descrito en el artículo 283 de la Constitución que propugna como fin del sistema al buen vivir.

Por disposición de la Constitución "Las actividades financieras son un servicio de orden público, y podrán ejercerse, previa autorización del Estado, de acuerdo con la ley; tendrán la finalidad fundamental de preservar los depósitos y atender los requerimientos de financiamiento para la consecución de los objetivos de desarrollo del país. (...) "<sup>1</sup>. Al igual que lo dispuesto expresamente en la Constitución para el mercado financiero tradicional, en el Ecuador y en general en el mundo entero, el mercado bursátil también ostenta esta calidad de ser de orden público, es decir existe un interés público en las actividades que se desarrollan en este mercado, lo que no significa que sea un mercado del sector público.

---

<sup>1</sup> Artículo 308, *Constitución de la República del Ecuador*, Registro Oficial No. 449 de 20 de octubre de 2008.

Este interés público del mercado bursátil se traduce en su bien jurídico protegido, que es la "confianza pública"; por esto, toda la regulación y la autorregulación están encaminadas a protegerla, sea mediante el establecimiento de obligaciones de provisión de información, mecanismos de control, cumplimiento de parámetros financieros, mecanismos de sanción, entre otros.

## **1.1 Conceptos básicos**

A fin de entender adecuadamente el campo de análisis de la autorregulación en el mercado de valores, es necesario el destacar ciertos conceptos básicos relacionados con el tema analizado, entre los que se puede mencionar:

### **a. Mercado Bursátil**

Mercado bursátil es toda operación que se hace por medio de los mecanismos de negociación que ofrecen las diversas bolsas de valores y que se hace por medio de un intermediario de valores autorizado, sea este una casa de valores, en el medio local, o un banco de inversión en legislación extranjera.

### **b. Mercado Extrabursátil**

Se entiende por mercado extrabursátil a toda negociación que se hace con valores mobiliarios inscritos en los registros de mercado de valores y que se efectúan con la utilización de intermediarios de valores. Se define al mercado extrabursátil como aquel que se lo ejecuta por fuera de bolsa; así, a decir de Horacio A. Franco, "Se da nacimiento a un mercado extrabursátil no sólo con las típicas características de sus similares extranjeros: el mercado *over the counter* norteamericano, sino también el *colportage* y el *demarchage* franceses"<sup>2</sup>.

### **c. Bolsas de Valores**

"Bolsa es la institución, y por extensión el local, donde se reúnen en forma habitual los comerciantes o intermediarios, para concertar o facilitar operaciones mercantiles"<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Horacio A. Franco, *Bolsas de Comercio y Mercados de valores*, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1981, pág. 83.

<sup>3</sup> Zavala Rodríguez, citado en Carlos Bollini Shaw, Mario Goffan, *Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles*, Buenos Aires, Abeledo Perrot, s/f, pág. 13.

Nuestra legislación, a diferencia de la tendencia adoptada por la mayoría de países en el mundo, ha estipulado que las Bolsas de Valores no tendrán la calidad de sociedades mercantiles; así, la Ley de Mercado de Valores determina que las “Bolsas de valores son las corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores”<sup>4</sup>.

#### **d. Casas de Valores**

Carlos Bollini Shaw y Mario Goffan, definen a las casas de valores como “aquella persona física o jurídica que habiendo satisfecho determinados requisitos se halla inscrita en el Registro del Mercado de Valores correspondiente, y concerta en la Bolsa operaciones por sus clientes de acuerdo a las órdenes recibidas”<sup>5</sup>.

De acuerdo con la Ley de Mercado de Valores ecuatoriana una “Casa de valores es la compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en esta Ley”<sup>6</sup>, concepto que resulta vacío al no determinar cual es el objeto de este tipo de instituciones.

#### **e. Intermediación**

La Ley de Mercado de Valores ecuatoriana define a intermediación como “el conjunto de actividades, actos y contratos que se los realiza en los mercados bursátil y extrabursátil, con el objeto de vincular las ofertas y las demandas para efectuar la compra o venta de valores”<sup>7</sup>.

#### **f. Inversión Bursátil**

De acuerdo con Horacio A. Franco es “similar a cualquier otro tipo de inversión, no requiere del inversor un gran capital, pero tiene una particularidad y me estoy refiriendo a su alto grado de liquidez”<sup>8</sup>

---

<sup>4</sup> Artículo 44, *Ley de Mercado de Valores*, Quito, Codificación 1, Registro Oficial No. 215 de 22 de Febrero del 2006.

<sup>5</sup> Carlos Bollini Shaw, Mario Goffan, *Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles ...* pág. 24

<sup>6</sup> Artículo 56, *Ley de Mercado de Valores*, Codificación 1, Registro Oficial No. 215 de 22 de Febrero del 2006.

<sup>7</sup> Artículo 4, *Ley de Mercado de Valores*, Codificación 1, Registro Oficial No. 215 de 22 de Febrero del 2006.

### **g. Conflicto de Interés**

Se entiende por conflicto de interés al tomar varias posiciones en una determinada relación, cuando los intereses resultan contrapuestos.

A esta figura se le ha dotado de diversas formas de configuración; así, en Chile, una de las modalidades determinadas es que “En relación a la actividad de intermediación de valores, la legislación (...) impide que los corredores de valores sean directores de sociedades anónimas, con el fin de evitar el uso de información confidencial en las transacciones que realicen éstos en los mercados de valores”<sup>9</sup>.

En la legislación ecuatoriana, el Consejo Nacional de Valores (CNV) ha definido al conflicto de interés como “la contraposición entre los intereses propios de un participante del mercado de valores, de sus empleados y de la de su cliente. El conflicto de interés se presenta cuando un participante del mercado de valores debe escoger entre la utilidad propia y la de su cliente; la utilidad de un tercero vinculado y la de un cliente; la utilidad de un cliente en detrimento de otros; la utilidad de una línea del negocio en menoscabo de otra; la utilidad de una operación y la transparencia del mercado”.<sup>10</sup>

### **h. Gobierno Corporativo**

El buen gobierno corporativo es “el sistema por el cual las sociedades son dirigidas y controladas. Comprende diferentes aspectos regulatorios y organizacionales que en la medida que sean adecuadamente implementados en una empresa o corporación, le permitirá a esta atraer y retener capital financiero y humano, funcionar en forma eficiente y de esta forma crear valor económico para la corporación y sus accionistas”<sup>11</sup>.

Estos principios son de gran valía para todo el sistema financiero; sin embargo, es en el mercado de valores en donde alcanzan su mayor connotación; así, a decir de los lineamientos

---

<sup>8</sup> Horacio A. Franco, *Bolsas de Comercio y Mercados de valores*,... pág. 37.

<sup>9</sup> Emilio Pefeffer Urquiaga, Francisco Pfeffer Urquiaga, *Legislación de Mercado de Capitales*, Santiago, Editorial Jurídica Conosri, 1995, pág. 6.

<sup>10</sup> Artículo 1, del Capítulo V, del Título VII, *Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores*.

<sup>11</sup> Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (Laurate International Universities, en [http://postgrado.upc.edu.pe/1/modulos/JER/JER\\_PlaSeminarios.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=3613](http://postgrado.upc.edu.pe/1/modulos/JER/JER_PlaSeminarios.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=3613)

para el Código Andino de Buen Gobierno Corporativo, “Las reglas de gobierno corporativo nacen y se desarrollan en el ámbito de los mercados de valores, de manera que una parte muy importante de los principios y reglas de buen gobierno se refieren a las sociedades cotizadas”<sup>12</sup>.

## **1.2 Intervención vs desintervención**

Los mercados financieros y bursátiles han visto la necesidad de expedir normativa, regulatoria y autorregulatoria suficiente, para evitar problemas al interior de los mismos, o que en caso de presentarse uno, que existan los mecanismos adecuados para su solución.

Tradicionalmente ha existido el debate acerca de la necesidad de una mayor o menor intervención estatal en el mercado a fin de regularlo y, por consiguiente, evitar que se produzcan distorsiones en el mismo. Las diferentes tendencias doctrinarias se han pronunciado, dependiendo de la época y las condiciones económicas y sociales imperantes, por requerir una mayor intervención por parte del estado o por tratar de eliminar la intervención existente.

La autorregulación en sí misma se encuentra enmarcada en la intervención estatal, no porque los órganos estatales tengan o no participación en la expedición de la normativa, sino por el hecho de que la autorregulación como tal, tiene el límite del orden público y por tanto la obligatoria sujeción a normas superiores, lo cual es garantía del poder público de que las atribuciones conferidas a los autorreguladores no sean ilimitadas.

La teoría económica tradicional ha sostenido la liberalización del mercado y que éste mismo sea el que se regule sin intervención de agentes externos como el Estado.

La regulación propiamente dicha es en sí una de las modalidades más fuertes de intervención estatal, ya que a criterio de Néstor Martínez Neira, “una de las expresiones más importantes de la intervención oficial en el sistema (...) es a través del establecimiento de un conjunto de preceptos que ordenan la conducta de las instituciones financieras, asignándoles un papel y unas responsabilidades dentro de la concepción de desarrollo”<sup>13</sup>. A criterio de Néstor Martínez existen varias clases de intervención la "legislativa o regulatoria sobre el aparato

---

<sup>12</sup> Corporación Andina de Fomento, *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*, Abril 2005, pág. 12, en <http://gc.caf.com/upload/pubs/Lineamientos%20para%20un%20Codigo%20Andino%20de%20GC.pdf>

<sup>13</sup> Martínez Neira Néstor Humberto, *Sistema Financiero*, Bogotá, Felaban, 1994. Pág. 190.

financiero de un país puede dar lugar, desde el punto de vista del objeto de las medidas correspondientes, a tres clases de regulaciones. Se habla de la regulación institucional, la regulación preventiva y la regulación financiera propiamente dicha<sup>14</sup>; es decir se produce una división de los tipos de regulación en razón de los objetivos que persiguen y las instituciones jurídicas que pretenden regular dentro de un mismo mercado.

Omar Alfonso Ochoa, partidario por una intervención estatal controlada, sostiene que “El capitalismo, como modelo económico sustentado en la obtención máxima de ganancias y su apropiación por los agentes privados, ha generado históricamente la necesidad de corregir las fallas de mercado que subyacen al modelo, para lo cual se apela al accionar del Estado el cual, desde los postulados keynesianos, con su incidencia en la demanda o en la oferta permite corregir las fallas que por sí mismo el sistema no puede subsanar(...)”<sup>15</sup>; concepción que hace énfasis en los factores sociales para la determinación o no de políticas económicas y jurídicas, y critica la excesiva liberalidad del mercado y la necesidad de un mayor control estatal.

Para Posner, la alta competencia existente en los mercados de capitales y por ende el alto grado de injerencia social en esta actividad, obliga a una mayor intervención estatal por las eventuales asimetrías que se presenten.

Dependiendo de las circunstancias que rodean a la emisión y formulación de una política económica y por ende del marco normativo que la regule, la utilidad de implantar modelos regulatorios o autorregulatorios podría ser considerada como relativa, en el sentido de que para ciertos casos una fórmula de intervención estatal mediante regulación será la óptima; y, para otros casos, una fórmula de poca intervención estatal por medio de regulación y la construcción de modelos autorregulatorios, será la figura que funcione de mejor manera y se adecúe a las necesidades de una sociedad.

---

<sup>14</sup> Martínez Neira Néstor Humberto, *Sistema Financiero*, ... Pág. 193

<sup>15</sup> Omar Alfonso Ochoa Maldonado, *Autorregulación del Mercado de Valores: Profundización del Mercado o Relativización del Control Estatal*, Misión Jurídica Revista de Derecho y Ciencias Sociales, enero - diciembre de 2009, pág. 215.



Desde una perspectiva basada en la eficiencia del mercado, “La explicación estándar, o justificación, para la reglamentación gubernamental de un mercado es que éste, por sí mismo, no producirá sus mercancías o servicios particulares en una forma eficiente y al menor costo posible”<sup>16</sup> o que “también es posible que los gobiernos puedan reglamentar mercados que están siendo vistos actualmente como competitivos, pero incapaces de mantener la competencia y por lo tanto, la producción a bajo costo y a largo plazo”<sup>17</sup>. Concepciones que evidentemente se inclinan por una mayor intervención.

Partiendo desde una perspectiva económica del estudio de la regulación, se ha concebido a ésta como un mecanismo de prevención y control de las “fallas del mercado”; por lo que a criterio de Fabozzi, las reglamentaciones están encaminadas, entre otras cosas a prevenir la defraudación, promover la competencia, imparcialidad, estabilidad en el comercio de valores, etc.

Desde ésta perspectiva económica, posturas contrarias como la de George Benston dicen que “(...) el mercado de valores podría, sin ayuda del gobierno, obtener toda la información necesaria para la asignación adecuada de precio a los valores nuevos y existentes. Con esta visión, las reglas que supuestamente extraen datos importantes de los agentes administradores son redundantes”<sup>18</sup>; postura limitada a la provisión de información al mercado.

### **1.3 Orígenes de la Autorregulación**

Históricamente se ha atribuido el origen de la autorregulación al colapso del mercado bursátil norteamericano acaecido entre los años 1929 y 1933; periodo en el cual las bolsas de valores eran consideradas “clubes” en los que el interés del inversionista en muchas ocasiones era soslayado. Frente a este problema en el sistema anglosajón, se emitió en el año de 1934 la

---

<sup>16</sup> Fabozzi Frank, Modigliani Franco y Ferri Michael, *Mercados e Instituciones Financieras*, México, Prentice Hall, 1996, pág. 38.

<sup>17</sup> Fabozzi Frank, Modigliani Franco y Ferri Michael, *Mercados e Instituciones Financieras ...* pág. 38.

<sup>18</sup> George J. Benston, *Required Disclosure and the Stock Market: An Evaluation of the Securities Exchange Act of 1934*, *America Economic Review*, citado por Fabozzi Frank, Modigliani Franco y Ferri Michael, *Mercados e Instituciones Financieras*, México, Prentice Hall, 1996, pág. 39.

denominada Ley de Intercambios, mediante la cual se obligó a los corredores de valores a generar ellos mismos ciertas disciplinas para su mercado.

Al analizar el origen de la autorregulación en el mercado, es necesario tener presente que ésta surgió frente a las necesidades de los comerciantes para regular sus actividades; así, en Estados Unidos en el año de 1790, los gremios de comerciantes congregados en el “*London Coffee House*” iniciaron las bases para la creación de la *Philadelphia Board of Brokers*, antecesora de la actual *Philadelphia Stock Exchange* que es la Bolsa más antigua de dicho país.

Históricamente la autorregulación del sistema financiero y de valores se ha concebido como una práctica típicamente desarrollada en los sistemas anglosajones, en especial su origen puede ser atribuido al sistema británico. En este sentido, se ha sostenido que este sistema se ha visto imbuido por el tradicionalismo de la propia cultura anglosajona y por su herencia de la organización medieval, prueba de ello es que la autorregulación preside por completo el mercado bursátil inglés desde el nacimiento de la Bolsa de Londres en 1694.

La semilla de estos modelos ya se la podía detectar incluso antes de que oficialmente surjan en los mercados como sistemas de emisión normativa; ya que un primer elemento de la autorregulación es la práctica de las compañías de plasmar en diversos documentos normas de comportamiento para sus empleados; documentos que a lo largo de la historia han adquirido diversas denominaciones como: códigos de conducta, de buen gobierno, de buenas prácticas, técnicos o éticos etc.

Se ha evidenciado que este modelo ha surgido de la imposibilidad del Estado de expedir normativa extremadamente técnica y específica; de ahí que la autorregulación surge a fin de regular esa gama de situaciones que la regulación no puede hacerlo.

En cuanto a la eficacia normativa frente al tecnicismo de las actividades que pretenden ser reguladas, se ha llegado a la conclusión que los sistemas regulatorios tradicionales han sucumbido al no poder normar actividades en las cuales el alto grado de tecnicismo y especialización hace muy complicado el poder regular todas las variables que se puedan presentar; en esta línea se puede manifestar:

“(…) no puede desconocerse la existencia de un mundo tecnológicamente más complicado, en el que el saber se encuentra más en los centros de I+D de las empresas que en la administración que ha perdido, de este modo, su antigua autoridad técnica y con ella parte de su capacidad de regulación. E igualmente tampoco puede olvidarse que la globalización conlleva una disminución considerable de la eficacia de los ordenamientos jurídicos nacionales”<sup>19</sup>.

Las crisis en los mercados, la debilidad del regulador y la necesidad de las propias empresas de emitir normativa interna, son factores que han impulsado a los modelos autorregulatorios; sin embargo, la necesidad de dotar de confianza a los sistemas financieros y de mercado de valores es la principal causa para que este tipo de modelos y sistemas sean implementados. Es evidente que para que un mercado financiero sea sólido y alcance niveles aceptables de desarrollo, debe tener la confianza del público; y, una normativa autorregulatoria adecuada, ha sido uno de los pilares para que esta confianza se enraíce.

Partiendo del hecho de que tanto los sistemas regulatorios como autorregulatorios deben responder a las necesidades del grupo social al cual están dirigidos, es necesario tener en cuenta que la idoneidad o no de un modelo, está en función del grupo al cual está dirigido, por lo que no necesariamente obtendrá los mismos efectos en un mercado que en otro.

Existe una relación directamente proporcional entre la viabilidad de adoptar un modelo autorregulatorio y la homogeneidad del grupo social al cual está dirigido, ya que mientras más homogéneo es el grupo y por consiguiente tiene objetivos comunes, el sistema tendrá cimientos más fuertes y la normativa será eficaz; mientras que en grupos heterogéneos, con muchos intereses distintos de por medio, la aplicación de normas autorregulatorias es ineficaz.

Muchas legislaciones, para sustentar la utilización de sistemas autorregulatorios, consideran que estos modelos brindan la oportunidad de someter a las entidades sujetas a esta normativa a un control por parte del propio grupo más exhaustivo que el que soportan el resto de entidades.

---

<sup>19</sup> (Adán Nieto Martín, *Responsabilidad social, gobierno corporativo y autorregulación: sus influencias en el derecho penal de la empresa*, Polít. Crim. N° 5 (2008). A3-5, p.3.). “La nueva tecnología del poder se fundamenta en algo que ya había “denunciado” nada menos que Michael Foucault, quien había advertido cómo el Estado contemporáneo suele aprovechar la capacidad de los regulados en regular su propio comportamiento, mediante una tecnología de dominio, indirecta, pero más sofisticada, a través de la cual el Estado reconfiguraría las reglas de autorregulación de los sujetos a derecho” (BRAITHWAITE, *The New Regulatory State*, cit. nota al pie n°5, p. 225, citado por Adán Nieto Martín, *Responsabilidad social, gobierno corporativo y autorregulación: sus influencias en el derecho penal de la empresa*, Polít. Crim. N° 5 (2008). A3-5, p.3.).

Tradicionalmente se ha concebido que el proceso de adopción de modelos autorregulatorios, pasa de un punto de desintervención estatal - complementariedad (las normas de autorregulación complementan las normas regulatorias) a un punto de sustitución (las normas de autorregulación sustituyen a las disposiciones emitidas por los órganos estatales).

Bajo estos esquemas, la autorregulación es vista como una medida complementaria y no sustituta de las actividades estatales, encaminada a preservar la estabilidad del mercado, dar mayor protección a los inversionistas y propender por la estabilidad sistémica en el mercado, es decir es vista como una herramienta que permite eliminar las imperfecciones propias del mercado y elevar los niveles de control y por ende de fomento del mercado.

La autorregulación es una respuesta natural y eficiente a la intervención del Estado en el mercado de valores, por cuanto permite al Estado hacer uso del sector privado para estructurar un marco normativo más especializado y ejercer un control eficaz y eficiente.

#### **1.4 Concepto de Autorregulación**

La regulación, de manera general, es un término que puede ser definido desde varias perspectivas, atendiendo a la ciencia desde la cual se realiza el enfoque; así, sobre este término pueden confluir varias acepciones, por lo que a decir de José Manuel Cuenca Miranda, se define a la regulación desde “tres modos fundamentales de concebir aquella: la regulación como conjunto de normas, la regulación como mecanismo de intervención directa del Estado en la economía y, finalmente, la regulación como forma de control social (...)”<sup>20</sup>; en esta línea resulta evidente que independientemente de la concepción bajo la cual se mire a esta institución, es necesaria la presencia de un conjunto de reglas de carácter imperativo y por consiguiente la existencia de un órgano encargado de emitirlas y uno de verificar su cabal cumplimiento.

---

<sup>20</sup> José Manuel Cuenca Miranda, *Autorregulación y Mercados Financieros*, Sistema Financiero: Novedades y Tendencias, ICE, 2002, Número 801, pág. 123.

Definiciones sobre la autorregulación enfocadas en el nivel de intervención estatal determinan que “(...) la autorregulación no sería otra cosa que los mecanismos mediante los cuales los agentes de cualquier negocio o industria se ponen de acuerdo en unas reglas de juego, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de distinta índole y en donde no interviene el Estado.”<sup>21</sup>

Para el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV), la autorregulación consiste en “los mecanismos mediante los cuales los agentes de cualquier negocio o industria se ponen de acuerdo en unas reglas de juego, cuyo incumplimiento tiene repercusiones de distinta índole y en donde no interviene el Estado”<sup>22</sup>. Nótese como en la definición propuesta, adicionalmente al elemento de intervención o no estatal, se da una gran preponderancia al “acuerdo” que deben tener quienes a la postre serán sujetos pasivos de la autorregulación. La función del autorregulador se materializa en tres aspectos: una función normativa; una de supervisión; y, una disciplinaria.

A decir de Ana Verchik la autorregulación consiste "en que de las propias entrañas de los participantes del mercado deben salir las regulaciones relativas a las sociedades cotizantes, sus transacciones, así como las soluciones para depurar excesos de sus integrantes"<sup>23</sup>; acepción de la cual se infiere que la premisa sustancial en este modelo es que los propios miembros del mercado están en capacidad de identificar las infracciones que se produzcan por estar en contra de los intereses del grupo.

Se ha definido a la autorregulación como un proceso por medio del cual una institución o un grupo humano se encargan de la generación normativa, proceso caracterizado por una ausencia por parte del poder público. En este sentido, es interesante la concepción esbozada por Black, citado por José Manuel Cuenca Miranda, al definir la autorregulación como “aquel

---

<sup>21</sup> Rosillo Rojas Mauricio. “Concepto de la Autorregulación”. Doctrina del Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006. Corporación Autorregulador del Mercado de Valores y Bolsa de Valores de Colombia. Bogotá, 2007, p. 17., citado por Omar Alfonso Ochoa Maldonado, *Autorregulación del Mercado de Valores: Profundización del Mercado o Relativización del Control Estatal*, Misión Jurídica Revista de Derecho y Ciencias Sociales, enero - diciembre de 2009, pág. 218.

<sup>22</sup> Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia en <http://www.amvcolombia.org.co/>.

<sup>23</sup> Verchik Ana, *Mercado de Capitales*, Buenos Aires, Macchi S.A., 1993, pág. 57.

modelo normativo en el cual la producción de normas es encargada a personas u organizaciones que desempeñan una función de creación de normas jurídicas respecto de ellos mismos y de otras personas que acepten su autoridad”<sup>24</sup>, al respecto es importante hacer hincapié en dos aspectos: por una parte el hecho de que en la autorregulación el poder público delega la facultad de ser un ente emisor de normativa; y, por otra parte, el hecho de que el ámbito de aplicación de la autorregulación se circunscribe o es exigible a aquellas personas que dependen del ente autorregulador y aquellas personas que voluntariamente se sometan a sus preceptos. Por esto la sumisión a la norma de autorregulación puede ser legal, cuando una ley obliga, o convencional, cuando las personas deciden someterse en sus actividades a las normas de autorregulación dictadas.

### **1.5 Reconocimiento jurisprudencial**

Es necesario tener en cuenta que en legislaciones más avanzadas el reconocimiento de la autorregulación incluso se ha verificado a nivel jurisprudencial; así, en Colombia no solo se produjo a nivel de legislación primaria y secundaria, sino que también a nivel jurisprudencial; es por este motivo que se ha considerado relevante el tomar en cuenta una providencia de la Sala Civil del Tribunal Superior del Distrito de Bogotá, citada por Mauricio Rosillo, en una causa de tutela instaurada en contra de la Bolsa de Valores de Bogotá, instrumento que señaló:

“En cambio, las bolsas de valores, entidades de derecho privado, no tienen en la actualidad a su cargo tales funciones estatales, porque no se les ha encomendado el cumplimiento de misiones administrativas en los términos previstos en los artículos 123 in fine y 210 de la Constitución, ni siquiera están encargadas de la prestación de un servicio público, ni tampoco ejercen atribuciones jurisdiccionales”.

“De ahí puede sostenerse que las bolsas de valores cuando, a través de sus cámaras disciplinarias o consejos directivos, toman decisiones relacionadas con su misión de mantenimiento del escenario bursátil debidamente organizado, velando por el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de sus miembros, a efectos de ofrecer a los inversionistas y al público, condiciones de seguridad. Honorabilidad y corrección (art. 3 del Dec. 2969 de 1960), lo que realmente hacen es dar eficacia a mecanismos de autorregulación del mercado; funciones específicas

---

<sup>24</sup> José Manuel Cuenca Miranda, *Autorregulación y Mercados Financieros*, ...pág. 125

(sui generis) que no pueden trascender del ámbito societario o gremial de sus miembros comisionistas y, por consiguiente, no tiene la aptitud de afectar a terceros, pues no se trata de una instancia que pueda tomar las medidas propias de las autoridades administrativas, ni mucho menos que puedan solucionar conflictos como si se tratara de la administración de justicia (...)<sup>25</sup>.

Esta sentencia, fue ratificada por la Corte Suprema de Justicia el 29 de agosto de 1997, órgano que entre otros puntos de análisis determinó que “Si bien la Constitución vigente impera que la actividad bursátil es de interés público (art. 355), dicho interés, en manera alguna, está referido a la prestación de un servicio de tal índole por parte de las bolsas de valores, como que la labor de éstas no se enmarca dentro de la denominación que el legislador le ha dado a tal clase de servicios a saber (...)<sup>26</sup>.”

De estos fallos se colige que la figura de la autorregulación rige en el sistema colombiano otorgándole la calidad de sistema normativo del sector privado, es decir las bolsas de valores ejecutan una función “sui generis” otorgada por el legislador, de expedir normativa no oponible erga omnes. De este fallo y de su ratificación por parte de la Corte Suprema Colombiana, se extrae que una norma emitida por las bolsas de valores es de orden público, ya que incluso la vigilancia para su cumplimiento estará en manos del regulador colombiano. Similar sistema al que actualmente rige en el Ecuador, en el cual es considerada una infracción administrativa, sancionada por la Superintendencia de Compañías, la violación de la normativa autorregulatoria.

Este proceso de fortalecimiento de la autorregulación en el mercado de valores de Colombia estuvo caracterizado por un constante proceso de apoyo e impulso por parte del sector público; así:

“(…) y más importante aún, que el país logró acoger la recomendación que en 1996 hiciera la Misión de Estudios del Mercado de Capitales consultada por el Gobierno Nacional, cuando sugirió aumentar las responsabilidades delegadas a los organismos autorreguladores que hasta mediados del

---

<sup>25</sup> Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, ... pág. 22.

<sup>26</sup> Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, ... pág. 22.

año anterior funcionaban exclusivamente para aspectos bursátiles, conforme al enfoque aconsejado en documento de IOSCO, denominado Modelo para un autorregulación efectiva”<sup>27</sup>.

Este impulso por parte del sector público no corresponde a un afán des regulatorio propiamente dicho, sino por el contrario a la búsqueda de un sistema en el cual existan controles más eficientes y efectivos. En esta línea, José Esteve Pardo ha manifestado que “paradójicamente la autorregulación no responde tanto al impulso desregulador, como a la contraria pretensión del legislador y los poderes públicos de ofrecer una”.

Si bien la función de autorregulación es de orden público, es necesario puntualizar el hecho de que el ejercicio de esta facultad no es una delegación de funciones públicas, ya que ésta es un mecanismo de complemento a las funciones ejercidas por los órganos reguladores de cada país. En el derecho colombiano, tanto la legislación como la doctrina, han propugnado el hecho de que la autorregulación no es una delegación de poderes públicos, postura que incluso se la ha materializado en diversos fallos y resoluciones, como lo contenido en la Resolución 110 de la Superintendencia de Valores en la cual se determinó:

“(…) no cabe duda entonces, de que la potestad que poseen las Bolsas de Valores sobre sus miembros, así como la existencia de las Cámaras Disciplinarias, devienen de la misma naturaleza y funciones de las bolsas, las cuales si bien es cierto han sido otorgadas a las bolsas de valores por disposición de la Ley, no constituyen una delegación de funciones que de manera alguna pueda entenderse como una traslado de la facultad de inspección y vigilancia que corresponde ejercer por atribución Constitucional propia dentro del mercado que determine la Ley al Presidente de la República (art. 189-24 CP), sino que corresponde a una atribución que se ha considera necesaria a la función de organización de los servicios que presta y de dirección del mercado, incluyendo dentro de éstas la supervisión en relación con la transparencia de las operaciones que allí se realizan”<sup>28</sup>.

En este contexto hay que mencionar que la esfera de acción de la regulación y de la autorregulación es diferente, pues en la primera es eminentemente en derecho público, mientras que la segunda implica derecho privado.

---

<sup>27</sup> Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, ... pág. Prologo.

<sup>28</sup> Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, ... 2007, pág. 33.



La Corte Constitucional colombiana también se ha pronunciado sobre la autorregulación y el ejercicio de la función normativa y su relación frente a las funciones de la Superintendencia Financiera de dicho país; sosteniendo que:

"En consecuencia, quien es titular de la función pública de inspección, vigilancia y control sobre la actividad bursátil, a la luz de la Ley 964 de 2005, es la Superintendencia Financiera de Colombia, en representación del Gobierno Nacional. Frente al mecanismo de autorregulación previsto en la citada ley no hay delegación, ni tampoco duplicidad de funciones, pues unos y otros transitan por senderos jurídicos sustancialmente distintos. La actividad que desarrolla la SFC responde al cumplimiento de una función pública definida directamente en la Constitución y la ley, mientras que la labor desarrollada por el ente autorregulador se desenvuelve en el escenario del derecho privado, aunque dentro del marco del ordenamiento jurídico, por tratarse de una actividad de interés público. De esa manera, resulta irrelevante que el autorregulador proceda de uno u otro modo respecto de alguno de los agentes sometidos a su competencia, pues, en todo caso, la SFC está habilitada para ejercer su función pública respecto del mismo sujeto o asunto, sin que se comprometa el principio de non bis in idem, ya que se trata de competencias distintas que operan en escenarios diferentes. La primera en el ámbito del derecho privado, la segunda en el campo del derecho público"<sup>29</sup>.

## **2. TENDENCIAS DE LA AUTORREGULACIÓN ACTUAL**

La tendencia actual en los mercados de valores es el afianzamiento de la autorregulación, tendiente a buscar un espacio propio y exclusivo de los operadores privados, con respecto a la regulación estatal.

De acuerdo con la doctrina, la autorregulación puede ser vista desde dos perspectivas o enfoques; así a la autorregulación se la puede considerar como de “Agente” o de “Mercado”.

Se ha considerado como autorregulación de agente a aquella que tiene un fin mayormente preventivo, es decir está encaminada a evitar que se produzcan problemas en el mercado. En muchas ocasiones este tipo de autorregulación va de la mano con procesos que buscan el profesionalismo de los agentes y partícipes; mientras que se ha considerado como

---

<sup>29</sup> Corte Constitucional Colombiana, *Sentencia C-692 del 5 de septiembre de 2007. Expediente D-6572*, en <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin1107/resenajurisprudencia.html>.

autorregulación de mercado a aquella que tiene como principal fin la corrección, es decir es orientada a la adopción buenas prácticas de mercado y a una regulación adecuada que haga frente los problemas que se presenten en el sistema.

Actualmente la autorregulación es una herramienta promotora del desarrollo de los mercados financieros y de valores; así, diversos principios han sustentado este tipo de normativa y le han servido de pilares, tales como:

- a. **Éticos:** Ya que al igual que sucede con la regulación formal, la norma de autorregulación también se desenvuelve en tres esferas que son: la fáctica (el hecho productor de la norma), la normativa (que es la norma en sí) y la axiológica (que son los fundamentos éticos que sirven de sustento a una norma).
- b. **Aceptabilidad:** En consideración a que al ser normas expedidas por los propios regulados, el grado de aceptación a la norma es mayor que la aceptación a una norma impuesta por el sistema tradicional. Este alto nivel de aceptabilidad se traduce en lo que se denomina eficacia normativa. Esto mantiene relación con la internalización (compromiso) de las normas en los sujetos regulados, en lugar de ser un medio coactivo con el uso de sanciones
- c. **Responsabilidad:** Genera mayor nivel de responsabilidad entre los propios regulados y para con el resto del mercado.
- d. **Flexibilidad:** Existe una mayor capacidad de reacción ante cualquier eventualidad que se produzca en el mercado, es decir hay a nivel normativo un alto dinamismo. Al ser la autorregulación más flexible y adaptable que la regulación tradicional, tiene mejor capacidad de reacción ante la dinámica del mercado, lo cual se traduce en procesos de generación y de reformas más dinámicas, eficaces y eficientes.
- e. **Participación:** Todos los regulados pueden tener iniciativa para formular normas y ser parte de los procesos de desarrollo y aprobación.
- f. **Especialización:** Solo quien efectivamente conoce el negocio está en posibilidad de normarlo con un alto grado de especialidad en razón de la materia. Los partícipes de la

industria tienen conocimientos claros y cuentan con la experiencia necesaria que aseguran la formación de reglas y prácticas funcionales y efectivas.

Actualmente la autorregulación es un mecanismo, junto con la transparencia informativa, de protección del inversionista, es decir los modelos actuales se presentan como una herramienta tendiente a proteger a los inversionistas en sus relaciones con el mercado, lo que a su vez evita la proliferación del riesgo sistémico.

Las circunstancias sociales actuales nos han demostrado que la autorregulación es un método óptimo para regular y controlar adecuadamente a un determinado grupo, sector o actividad económica específica, por los altos niveles de dinamismo, complejidad técnica y de especialización; mientras que la regulación debe seguir los pasos de los mercados financieros y de valores, mismos que evidentemente son mucho más dinámicos que la regulación, lo que ocasiona una legislación anquilosada frente a los cambios que se presentan en los mercados y en los negocios. La autorregulación surge como una solución a este problema, al tener la capacidad de reacción frente al mercado y al evitar una inoportuna carga regulatoria sobre los negocios.

A raíz de la reciente crisis financiera global, han surgido en los mercados financieros la interrogante sobre si la autorregulación ha sido uno de los factores para que la crisis se haya generado. Se ha dicho que la falta de regulación en los mercados, ocasionada por los modelos autorregulatorios, ha sido una de las causas para la crisis.

Frente a estas posturas la discusión actual se ha centrado en el aumento de regulación formal y la progresiva eliminación de los modelos autorregulatorios. En esta línea, posiciones como la de Stiglitz sostienen que la crisis financiera demostró que los mercados financieros no funcionan bien automáticamente y que los mercados no se autorregulan.

En lo concerniente a los factores de generación de la reciente crisis financiera, es conveniente mencionar que si bien la crisis también tuvo injerencia en los mercados de valores, éstos no fueron los generadores de la misma; y, por lo tanto, sus sistemas regulatorios tampoco.

La autorregulación, independientemente si es del mercado financiero o de valores, no es una “desregulación” tal y como lo han argumentado algunos analistas, sino todo lo contrario, es un sistema que obliga a niveles de regulación más rigurosos que los sistemas tradicionales; así, posiciones como la expuesta por Stiglitz hacen netamente mención a procesos de desregulación y no de autorregulación propiamente dicha, ya que tras hacer un análisis de impacto, es un sistema más riguroso que el propio Estado al momento de regular.

Frente al desarrollo de los mercados de valores y fruto del contante proceso de evolución de los sistemas normativos, han surgido modelos que permiten desvirtuar completamente estos argumentos de que el autorregularse es sinónimo de desregularse y de que la autorregulación implica autocontrol.

En lo relativo al autocontrol, actualmente hay modelos autorregulatorios en los cuales los órganos encargados de controlar a los sujetos pasivos de la autorregulación son completamente independientes de los entes sujetos a la autorregulación, independencia que se la aprecia en todos los sistemas autorregulatorios, con mayor o menor claridad dependiendo de la legislación y el sistema adoptado por cada país.

Hay que tener en cuenta que toda norma, incluso las emitidas mediante procesos autorregulatorios, deben siempre enmarcarse a las necesidades propias de la sociedad y por consiguiente del mercado; por esto, he considerado oportuno citar una frase del discurso del Presidente Nicolás Sarkozy, en Toulon el 25 de septiembre de 2008, citada por el Dr. Patricio Peña en exposición ante la federación Iberoamericana de Bolsas de Valores “La crisis actual debe incitarnos a reinventar el capitalismo en una ética del esfuerzo y del trabajo, a encontrar de nuevo un equilibrio entre la libertad necesaria y la regla, entre la responsabilidad colectiva y la responsabilidad individual”. Postura en la que claramente se aprecia la necesidad de encontrar un justo medio entre la regla y la libertad de los entes del mercado, a fin de que los sistemas propuestos no adolezcan de vicios como una autorregulación deficiente, o insuficiente o simplemente una hiperregulación.

Actualmente uno de los problemas que se pueden presentar ante la utilización de modelos de autonomía legislativa, como es la autorregulación, es la excesiva proliferación de disposiciones capaces de obligar a grupos sociales o económicos. En este contexto muchas disposiciones podrían no guardar una adecuada coherencia en razón de aplicación con el resto del sistema normativo; por esto actualmente existe “la preocupación ante la formulación de preceptos vanos, que reproducen literalmente normas legales o reglamentarias que no necesitan ser revalidadas en cada disposición de carácter sectorial. (...) En tales casos, la repetición de normas evidencia una mala técnica legislativa que está llamada a originar confusión, cuando no conflicto, desmereciendo los principios de sistematicidad y coherencia del ordenamiento jurídico”<sup>30</sup>.

Partiendo del hecho de que un sistema sobre regulado genera problemas de aplicación normativa, los efectos directos de este se los podría resumir de la siguiente manera:

- a. Limitación al libre desenvolvimiento de las libertades individuales y de los mercados.
- b. Posibilidad de presentación de casos de abuso del derecho.
- c. Posibilidad de que se produzcan casos de fraude a la ley por normas de cobertura.
- d. El surgimiento de grupos de presión que, amparados en oscuridades normativas, pretendan favorecer sus intereses.
- e. Posibilidad de existencia de contradicción (Contraposición entre dos normas de la misma jerarquía, e incluso entre normas de diversa jerarquía).
- f. Problemas en materia de control y supervisión por la multiplicidad de ordenamientos jurídicos.
- g. Inseguridad jurídica, partiendo del hecho de que en un sistema hiperregulado una misma figura jurídica puede estar normada de diferentes maneras.

---

<sup>30</sup> Club de la Constitución, *Sobre el fenómeno de la hiperregulación generado por las Comunidades Autónomas y de la necesidad de su reforma*, en [http://www.clubdelaconstitucion.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=69:hiperregulacio&catid=32:cur-08-09&Itemid=47](http://www.clubdelaconstitucion.com/index.php?option=com_content&view=article&id=69:hiperregulacio&catid=32:cur-08-09&Itemid=47)

Frente a la hiperregulación Jacques Anatole France, sobre la importancia de la depuración de los ordenamientos jurídicos manifiesta “el árbol de las leyes ha de podarse continuamente”. Asimismo Montesquieu afirmó que “las leyes inútiles debilitan las necesarias”. A criterio de estos tratadistas, el mayor riesgo de la hiperregulación es que el sistema jurídico colapse y por consiguiente todo el andamiaje legal, incluyendo los pilares y normas realmente necesarias, caigan junto con el resto.

Es necesario analizar, al momento de implementar un sistema normativo en un determinado grupo, lo que muchos analistas han denominado el “efecto parrilla”. Denominación con la cual han pretendido definir al hecho de que, por deficiencias al momento de regular, muchos aspectos que requieren ser normados no lo son, es decir quedan vacíos normativos dentro del sistema; por lo que en el andamiaje legal se “caen del sistema” figuras o necesidades fácticas que requieren ser reguladas.

Normalmente en los modelos autorregulatorios, al igual que en los sistemas regulatorios se pueden presentar vicios tales como: una regulación incompleta, una regulación errónea, una regulación insuficiente o una regulación excesiva.

### **3. MODELOS AUTORREGULATORIOS**

A efectos de un análisis holístico, es necesario hacer referencia a los modelos autorregulatorios que actualmente están siendo utilizados alrededor del mundo.

Dependiendo de las características de cada modelo y en particular de su mayor o menor grado de relación con el Estado y con los sujetos pasivos de la norma en función del órgano encargado de emitir normativa, se ha concebido los siguientes modelos autorregulatorios: Sistemas de un ente Autorregulador independiente; sistemas de múltiples entes autorreguladores; sistemas de un ente único Autorregulador; y, sistemas de un único órgano gubernamental.

Si bien esta clasificación puede considerarse restrictiva en función de que la única variable utilizada está en función de los órganos encargados de emitir normativa y de la participación estatal, existen otras clasificaciones en función de los modelos propiamente dichos.

Como se ha mencionado, en las tendencias de la regulación actual, en el derecho comparado contemporáneo existen dos modelos de autorregulación, la denominada de agente y la de mercado. En función de esta clasificación se ha segmentado a los diferentes modelos de la siguiente manera:

- a. Sistemas de Autorregulador único, tanto para las funciones de agente como para las de mercado. Es decir este único ente es el encargado de emitir todo tipo de política al interior del mercado financiero o de valores. Ejemplo de este modelo es el predominante en los Estados Unidos; país en el cual si bien existen varias instituciones con potestad de emisión normativa (Bolsas de Valores), existe un Autorregulador: Financial Industry Regulatory Authority (FINRA).
- b. Sistemas de un único Autorregulador de mercado y varios autorreguladores de agente, mismos que se especializan en funciones o entidades específicas al interior del mercado. El esquema canadiense se lo podría contextualizar dentro de este modelo, ya que cuenta con un Autorregulador de mercado (*Market Regulation Services*) y cuenta con un Autorregulador por cada agente (*Investment Dealer Asociation (IDA)*).  
Bajo este esquema también se puede ubicar a modelos de multiplicidad de autorreguladores con marcos de acción específicos y un ente autorregulador principal o englobante; como por ejemplo lo que sucede con la Bolsa Mexicana de Valores, en su relación con la Asociación Mexicana de Intermediarios Bursátiles (AMIB).
- c. Sistemas en los cuales las Bolsas de Valores cumplen la función de autorregulador, tanto desde la perspectiva de regulación de "agente", como de "mercado".

Los sistemas autorregulatorios difieren en razón de los criterios utilizados para agruparlos; así, a decir de Ana Verchik, se puede resumir en la existencia de 4 modelos de regulación y autorregulación básicos, mismos que son: "Regulaciones con responsabilidades compartidas

entre la Bolsa de Comercio y el Organismo de Supervisión (Alemania y Suiza); Comisiones Nacional de Valores o similares designada y financiada por el Estado que supervisa a los entes autorregulados (*Stock Exchange Commission*); Organismos privados que asumen responsabilidades legales de supervisión (Gran Bretaña); Organismo Gubernamental en cooperación con entidades autorreguladas (Ministerio de Finanzas de Japón”<sup>31</sup>.

Desde este punto de vista, enfocado en la responsabilidad de los órganos emisores de normativa, se puede evidenciar que: a) Existen sistemas en los cuales la esfera de la autorregulación o de la regulación está netamente en manos del Estado; b) Existen sistemas de responsabilidad compartida entre el sector público y el sector privado; y, c) Sistemas en los cuales la responsabilidad únicamente está en la órbita del sector privado.

Las crisis económicas vividas y los períodos de relativa tranquilidad en los mercados, han servido de sustento para propugnar que un exceso, sea para más o para menos, en razón del intervencionismo estatal es inapropiado.

Un Estado con el monopolio de la emisión normativa en materia de regulación de mercado de valores, puede quedarse corto frente a las necesidades de regulación por diversos factores; mientras que, por otra parte, hay quienes argumentan que los esquemas de autorregulación puros, es decir aquellos en los que el Estado se margina totalmente de la emisión normativa y el control, son la base para que en el mercado se creen distorsiones, tales como los que se presentaron con la creación de instrumentos financieros especulativos, con activos subyacentes denominados *subprime*, causantes de la última crisis de los mercados internacionales.

Con este antecedente, al ser la excesiva o nula intervención del Estado inapropiada para el desarrollo del mismo, lo óptimo es la aplicación de un modelo en el cual exista, lo que Aristóteles denominó un “justo medio” en la intervención.

Ésta materialización del “justo medio” se la aprecia en sistemas denominados de autorregulación regulada, caracterizados por una cooperación entre el sector público y el sector privado; mismos que abren la puerta para un intervencionismo moderado o como lo han

---

<sup>31</sup> Verchik Ana, *Mercado de Capitales*, ... pág. 58.



denominado “a distancia” o “una intervención administrativa distinta, menos coactiva y más dialogante”. Al amparo de esta tendencia, han surgido posturas eclécticas entre quienes consideran a la intervención del Estado como disfuncional y quienes la consideran óptima.

Las principales características de la autorregulación regulada son:

- a. El Estado ya no tiene una función normativa directa, es decir su función se limita a establecer estándares mínimos de los partícipes del mercado, con lo que no se verifica una injerencia en las actividades propias de los entes del mercado.
- b. Se traduce en el establecimiento de incompatibilidades o prohibiciones de manera general.
- c. Tiene como objeto el proteger la libre competencia y seguridad del mercado.
- d. Busca el efectivo cumplimiento de la normativa.

Esta acepción de autorregulación regulada puede entenderse en un sentido amplio; así, la intervención estatal no necesariamente se efectiviza en el proceso de aprobación de la norma y su puesta en vigencia, ya que dicha intervención existe desde el mismo momento en que la ley ha dado la facultad a un grupo de personas para emitir normativa; e incluso cuando la ley determina la capacidad, ámbito de acción y características que debe tener una organización para poder ser un ente autorregulador.

La autorregulación regulada es un mecanismo de control social indirecto por parte del Estado, ya que al mismo tiempo que faculta a los grupos sociales a emitir normativa, ésta siempre está bajo el control del propio Estado.

La intervención estatal en los modelos autorregulatorios y mucho más en la autorregulación regulada, tiene por objeto el dar los parámetros a los cuales los entes autorreguladores y la propia autorregulación deben regirse, ya que parte de la intervención estatal al momento de expedición de este tipo de normativa es dotarle de una finalidad pública, misma que se traduce en diversos aspectos, tales como: fomento a la participación de todos los interesados en la toma de decisiones, es decir que todos a quienes la norma de autorregulación va a ser oponible deben tener la oportunidad de objetarla de ser el caso y colaborar en su estructuración; actuaciones

imbuidas de eficacia y de neutralidad en su proceder; una adecuada capacidad técnica, imparcialidad y respeto al principio de legalidad.

La finalidad pública, plasmada en todos los aspectos mencionados, es un elemento común en la autorregulación, sea esta libre o regulada, y la regulación formal.

Esta dualidad de poder entre el Estado y las organizaciones privadas en cuanto a la potestad de emisión normativa, podría ser considerada como una equiparación de poder; sin embargo, la preeminencia estatal por sobre los particulares, se sigue manifestando en el hecho de la facultad de emitir decisiones vinculantes e imponer sanciones.

Haciendo un símil entre lo que sucede con la intervención del Estado en la autorregulación regulada y las prácticas de buen gobierno corporativo, la función de los poderes públicos se limita a la emisión de recomendaciones, dotadas de un alto grado de flexibilidad, que posteriormente las empresas deben seguir o, en caso contrario, explicar por qué se apartan de ellas.

#### **4. AUTORREGULACIÓN VS REGULACIÓN**

Ciertas tendencias han considerado a la autorregulación como el mecanismo de control social adecuado para los mercados financieros por responder a sus necesidades; así, “la escuela de Chicago, máximo exponente de lo que se ha dado en llamar «nuevo liberalismo», rechaza frontalmente toda forma de regulación estatal por entender que, siendo el libre mercado la forma más eficiente de asignación de los recursos económicos (y, por tanto, de creación de riqueza), la regulación atenta per se contra dicha eficiencia al disminuir o cortar la libre actuación de las fuerzas del mercado”<sup>32</sup>.

Quienes sostienen la necesidad de una regulación formal, sustentan sus argumentos en el hecho de que el mercado, tiene errores en la asignación de los recursos, lo que conlleva la necesidad de que el Estado intervenga con el fin de darle orden. En esta línea Garrido, citado

---

<sup>32</sup> José Manuel Cuenca Miranda, *Autorregulación y Mercados Financieros*, ... pág. 125.

por José Manuel Cuenca Miranda, sostiene que “la paradoja es la de que la competencia perfecta y la confianza de los individuos en la pureza del mecanismo del libre mercado son valores que necesitan de la protección estatal para evitar que sean violados por los propios sujetos participantes”<sup>33</sup>.

Frente a las discrepancias generadas, ha surgido una posición eminentemente ecléctica, en la cual se reconoce que el Estado debe intervenir, pero dicha intervención es limitada y se debe circunscribir únicamente a reglar la excesiva liberalidad del mercado y a incrementar la competencia entre los partícipes.

Los partidarios de la autorregulación han manifestado que la misma es el método más eficaz para lograr un adecuado orden en la actividad económica, postura imbuida por la escuela economicista del derecho y el análisis de la eficiencia. Estos autores han atribuido a este modelo grandes virtudes, mismas que se pueden resumir en:

- a. La participación directa en la elaboración de normativa de quienes hacen el mercado, ya que se presume que quienes están en el día a día están en mejor capacidad de detectar problemas e identificar puntos en los cuales se requiere una regulación a fin de dar soluciones adecuadas a los mismos, frente a quienes no son parte del mercado y por consiguiente no conocen su realidad.
- b. La oportunidad y flexibilidad que las normas de autorregulación ofrecen a los sistemas normativos, por la capacidad de reacción frente a los problemas que se puedan generar en el mercado. De la misma manera, todo el proceso de elaboración, discusión y puesta en vigencia de una norma de autorregulación es más flexible que los procedimientos estatales de emisión legal, lo cual genera una importante ventaja competitiva.
- c. La diferencia en razón de los órganos encargados de emitir normativa y la flexibilidad de los procesos ocasionan que los sistemas autorregulatorios reduzcan costos, tales como los de información, de supervisión y sanción, de modificación de normas, etc.

---

<sup>33</sup> José Manuel Cuenca Miranda, *Autorregulación y Mercados Financieros*, ... pág. 125.

A criterio de Sánchez Andrés uno de los principales caracteres de este sistema es la flexibilidad, al decir:

“Los sistemas de autogobierno han propiciado por lo general -dentro de su reconocida flexibilidad- una regulación de mercado más completa y rigurosa que la comúnmente ofrecida por las ordenaciones estatales para, sin solución de continuidad, matizar que la autorregulación «sólo resiste la comparación con experiencias de ordenaciones impuestas desde fuera si nos referimos a hipótesis de control externo gestionadas por agencias independientes, que en el fondo ofrecen alternativas que descansan sobre parecida mentalidad e idéntica tradición jurídica”<sup>34</sup>.

Defensores de la existencia de la autorregulación han argumentado que este es considerado un mecanismo de aprovechamiento de los recursos de la sociedad, ya que el Estado y por consiguiente el derecho emitido, se nutren de la propia sociedad en el proceso de emisión normativa<sup>35</sup>.

Los detractores de la autorregulación han planteado el hecho de que este sistema adolece de legitimidad, que es ineficaz y que ocasiona vicios en la competencia.

La falta de legitimidad argumentada, ha sido desarrollada en base a los conceptos de teoría general del Estado de delegación del poder y la relación entre mandantes y mandatarios, ya que mientras la regulación formal la manifestación del poder político es traducida por acciones de personas elegidas democráticamente, en el caso de la autorregulación dicho mandato político no existe, pues las personas u órganos encargados de emitir la autorregulación no son elegidos democráticamente y por consiguiente no tienen una responsabilidad formal frente al resto del conglomerado social.

La falta de legitimidad puede ser exterior, es decir en relación con el conglomerado social, o interior, es decir que los propios miembros del grupo emisor de la autorregulación no se ven representados.

---

<sup>34</sup> Sánchez Andrés, *citado por* José Manuel Cuenca Miranda, *Autorregulación y Mercados Financieros, Sistema Financiero: Novedades y Tendencias*, ... pág. 133.

<sup>35</sup> Para autores como Darnaculleta Gardella este proceso implica una transformación del Derecho, tal y como se ha aplicado tradicionalmente, hacia un derecho denominado “Reflexivo”, en el cual todo el potencial de la sociedad plasmado en la norma de autorregulación es acogido.

Parte de esta objeción a la autorregulación tiene su fundamento en el principio de separación entre reguladores y regulados, único presupuesto, a criterio de quienes propugnan esta tendencia, que garantiza la eliminación de conflictos de interés por la neutralidad que representan los reguladores formales. En esta línea, a criterio de Salinas Adelantado, citado por José Manuel Cuenca Miranda, la única forma de asegurar un adecuado manejo del conflicto de interés y por ende de equidad entre las partes, es la separación entre quien expide la norma y quien es sujeto pasivo de la misma, cuando dice: “la regulación pública es siempre preferible a la autorregulación, porque en esta última, el riesgo de la «captura del regulador por el regulado» (que se produce cuando algún participante se erige en la principal fuente de información y polo de relación del regulador, adquiriendo con ello la capacidad de influir en sus decisiones) es mucho mayor”<sup>36</sup>. En cuanto a la necesidad de una separación absoluta, se han pronunciado en el hecho de que dicha separación también debe ocurrir en razón de quienes emiten la norma y quienes están encargados de ponerlas en práctica y aplicarlas; es decir que aquellos organismos encargados de expedir normativa no pueden ser los mismos organismos encargados de juzgar la inobservancia de la norma e imponer una sanción.

La denominada naturaleza anticompetitiva de la autorregulación, otro argumento de sus detractores, parte del presupuesto de que en estos modelos, pueden primar los intereses individuales por sobre los colectivos; actitud que se la puede evidenciar en casos de que, en base de la propia autorregulación, no se permita el acceso de nuevos competidores al mercado, a fin de salvaguardar intereses de un grupo específico. Por este hecho, a decir de Cuenca Miranda, “(...) son las propias leyes del mercado (singularmente la búsqueda de rentas y la maximización de beneficios) las que generan el riesgo de que los organismos de autorregulación actúen guiados simplemente por los intereses individuales de sus miembros y en contra del interés público (...)”<sup>37</sup>.

---

<sup>36</sup> José Manuel Cuenca Miranda, *Autorregulación y Mercados Financieros, Sistema Financiero: Novedades y Tendencias*, ... pág. 127.

<sup>37</sup> José Manuel Cuenca Miranda, *Autorregulación y Mercados Financieros, Sistema Financiero: Novedades y Tendencias*, ... pág. 127.

La ineficacia de la autorregulación sostenida por sus detractores, propugna que ésta se presenta no al momento de emisión de la norma, sino al momento de aplicación, es decir cuando le toca al propio grupo juzgar una conducta e imponer una sanción; así, a criterio de Kahan, citado por Cuenca Miranda, "existen diversas motivaciones para la no aplicación exegética de la norma a un miembro del grupo, muchas de ellas la necesidad de protección de la reputación grupal"<sup>38</sup>.

En los últimos tiempos ha estado latente la idea de que el proceso de desregulación de los mercados es necesario a fin de dinamizarlos. Su principal explicación se encuentra en el análisis económico del derecho, es decir un estudio de la relación costo beneficio de la existencia o no de una norma; sin embargo, por más radical que se presente la postura de desregulación, esta no ha propugnado una simple derogación de las normas que regulan los mercados, sino una sustitución por normativa que busque la eficiencia de los mismos, por lo que a decir de Cuenca Miranda, este ha sido un proceso por medio del cual se ha producido "la sustitución de las viejas normas existentes, omnicomprendivas y marcadamente intervencionistas, por otras nuevas encaminadas exclusivamente a preservar la libertad y competencia de los mercados"<sup>39</sup>.

El efecto de la desregulación de los mercados no ha implicado una liberalización del mismo al manejo arbitrario de sus partícipes, sino la generación de nueva normativa, cuyo fin es la protección de los inversionistas y la obtención de mercados eficientes caracterizados por controles adecuados en los procesos y productos.

La contraposición entre regulación y autorregulación, corresponde con la concepción tradicional de estado sociedad, basada en el principio de estricta separación de ambas realidades. El Estado, en el ejercicio de sus funciones, normalmente ha sido el garante del

---

<sup>38</sup> José Manuel Cuenca Miranda, *Autorregulación y Mercados Financieros, Sistema Financiero: Novedades y Tendencias*, ...pág. 128.

<sup>39</sup> José Manuel Cuenca Miranda, *Autorregulación y Mercados Financieros, Sistema Financiero: Novedades y Tendencias*, ... pág. 132

orden y la paz social con la expedición de normativa, es decir ostenta el denominado poder legítimo y el concepto de interés general.

La dicotomía existente entre la regulación, cuya fuente es el Estado; y, la autorregulación, cuya fuente es la sociedad, surge como un elemento delimitador de la intervención estatal, por esto, “la autorregulación era entendida, en pleno auge del liberalismo, como la capacidad del mercado para encontrar su propios equilibrios, sin injerencia alguna de los poderes públicos”<sup>40</sup>.

Este estado de tránsito entre la regulación formal, y la autorregulación, desde la perspectiva de la teoría general del Estado, ha conllevado la generación de nuevos pasajes doctrinarios, centrados en el desarrollo de una teoría de sociedad policéntrica<sup>41</sup>, misma que implica una cesión de soberanía por parte del Estado, lo que genera en la contraparte, el sector privado, un aumento del ámbito de actuación y por consiguiente una mayor injerencia del derecho privado por sobre el derecho público, lo que se traduciría a la autorregulación como un mecanismo de reducción del derecho administrativo, o por el lado contrario, una “administrativización” de la sociedad, al ésta pasar a ser parte de los esquemas normativos lo que conlleva el ejercicio de soberanía por parte de la propia sociedad.

Relacionado con este concepto se encuentra el fenómeno denominado corporativismo, caracterizado por una mayor preeminencia de las sociedades quienes pasan a ser los principales actores de la sociedad, incluso por sobre los individuos como tal.

La libertad de formulación normativa existente en los sistemas de autogobierno, necesariamente se encuentra circunscrita al principio de legalidad, es decir que la legitimidad con la que obran los órganos encargados de emitir normativa de autorregulación encuentran su sustento en dicho principio.

La autorregulación regulada ha sido concebida, para ciertos sectores, como intentos de la administración estatal por dar legitimación a las actuaciones de ciertos grupos sociales; así, el

---

<sup>40</sup> Ma Merce Darnaculleta Gardella, *Derecho Administrativo y Autorregulación: la Autorregulación Regulada*, Girona, Universitat de Girona, 2003, pág. 26

<sup>41</sup> De acuerdo con Luhmann, citado por Darnaculleta Gardella, este es un término que plasma las diferencias funcionales en las sociedades contemporáneas y en especial en la incidencia entre los subsistemas sociales no estatales.

hecho de que el Estado permita, mediante normativa, que ciertos sectores de la sociedad estén en posibilidad de emitir su propia normativa, ha sido considerado como una especie de privatización<sup>42</sup>. Es interesante la postura adoptada por Darnaculleta Gardella, quien dice que no se puede sostener que este proceso se trate de una privatización per se, ya que “(...) la autorregulación no deriva de un traslado a la sociedad del ejercicio de prerrogativas o potestades públicas, sino de la iniciativa social, y en su caso, del ejercicio de su capacidad de actuación derivada del reconocimiento de la autonomía privada”<sup>43</sup>; acepción en la que claramente se da una preponderancia a la fuente misma de toda norma que es la necesidad social traducida en la figura jurídica de la iniciativa, que para el caso de la autorregulación es eminentemente privada.

Otro argumento de Darnaculleta Gardella para no considerar a la autorregulación como privatizadora de la potestad pública está en función de los ámbitos de acción de cada una de las regulaciones, sosteniendo que mientras la esfera de acción de la autorregulación es enfocada a la actividad empresarial, la esfera de acción de la regulación formal no se inmiscuye en estos aspectos.

Como se ha mencionado en reiteradas ocasiones, “La autorregulación se define como un conjunto de reglas dirigidas al establecimiento de estándares cualitativos al interior de un sector específico de la economía. Es decir, la adopción de algunas pautas acordadas previamente por los propios agentes del mercado, que determinan los lineamientos y estándares en su funcionamiento”<sup>44</sup>. Partiendo de este presupuesto, a la autorregulación se le ha atribuido tres funciones primordiales que son: la generación y producción normativa tendiente a regular conductas; la función de supervisión, cuyo fin es el verificar el cumplimiento de las normas; y,

---

<sup>42</sup> Para Darnaculleta Gardella, adoptando el criterio emitido por Martín Retortillo Baquer, en su obra “Reflexiones sobre las privatizaciones”, manifiesta que la privatización responde a la utilización instrumental de la Administración de formas privadas, esto es, al fenómeno caracterizado como huida del derecho administrativo; haciendo mención también a que la privatización también puede manifestarse de una forma funcional, cuando el Estado transfiere sus funciones al sector privados, entre las que se puede destacar su potestad normativa.

<sup>43</sup> Ma Merce Darnaculleta Gardella, *Derecho Administrativo y Autorregulación: la Autorregulación Regulada*, ... pág. 81.

<sup>44</sup> Mauricio Rosillo Rojas, *La Autorregulación en la Ley del Mercado de Valores: Diagnóstico, Perspectivas y Retos*. Seminario sobre la Ley del Mercado de Valores. Universidad Javeriana. Julio de 2005. Bogotá, Colombia, citado por María Angélica Arbeláez, Carlos Guzmán, Jorge Saza, Claudia Alvarez y David Malagon, *Autorregulación*, La Semana Económica, No. 519, Asobancaria, 2005).



la función disciplinaria, misma que es una variante del *Ius Puniendi* del Estado, y que persigue la imposición de sanciones originadas por el incumplimiento de las normas del mercado.

#### **4.1 Ventajas de la Autorregulación**

Estructuralmente las ventajas de la autorregulación son:

- a. Por ser las propias entidades quienes se encargan de imponerse parámetros de conducta y acción, se produce una mejora en la calidad de la administración de las entidades autorreguladas. Este se vuelve un sistema pragmático y dinámico por tener una proximidad de los agentes productores de la normativa a los mercados. Es un sistema dinámico pues las propias entidades autorreguladas son hábiles para identificar y comprender los problemas que les ocurren, lo que se traduce en la facultad de reaccionar ágilmente.
- b. La democratización, en consideración a que dentro del proceso de formulación normativa se permite al acceso a todos los partícipes; así, a decir de Braithwaite Ayres, “Permitir que los propios afectados y las víctimas potenciales de los riesgos de la actividad empresarial participen activamente en la determinación de las normas de cuidado implica un modo de legislar mucho más democrático que el tradicional”<sup>45</sup>.
- c. La alineación de incentivos por parte de los autorregulados, ya que esto implica una clara relación de conformidad entre los entes que son sujetos pasivos de la regulación y el órgano Autorregulador; así, si se producen disparidades entre los “lineamientos” esbozados por el Autorregulador y los que los sujetos pasivos demandan, la sustitución del Autorregulador se vuelve una alternativa viable. En este sentido Sergio Clavijo manifiesta que “Como los participantes aceptan voluntariamente los estándares del Autorregulador, se alinean los incentivos en el mercado: por un lado, los agentes operan a través de principios generales de regulación; mientras que, por otro lado, si el Autorregulador no hace bien su trabajo, está

---

<sup>45</sup> Ayres, Braithwaite. *Responsive Regulation*, cit. nota al pie n°5, p.54 ss, vid, también a este respecto las consideraciones que se realizan en pp. 122 y 124., citado por Adán Nieto Martín, *Responsabilidad social, gobierno corporativo y autorregulación: sus influencias en el derecho penal de la empresa*, Polít. Crim. N° 5, 2008, A3-5, pág.11.

abierta la puerta para que otros Autorreguladores surjan y agrupen los participantes que van dejando al anterior Autorregulador”<sup>46</sup>.

- d. Reducción en los costos de transacción, pues la cercanía del órgano emisor de la normativa permite evitar que se encarezcan las operaciones con disposiciones que vuelvan a los procesos ineficientes. Esta reducción también aplica en los costos de los procesos de supervisión y en el procesamiento de infracciones.
- e. Eficiencia, en razón de la motivación de los entes regulados del cumplimiento de la norma y la sujeción a la misma. La idea de que esta provenga de un “par”, hace presumir que fue elaborada con el conocimiento y sensibilidad de uno de los miembros del grupo, lo que ocasiona una mayor aceptación. En cuanto a esta motivación de cumplimiento normativo, Ana Verchik indica que “cada uno por sí mismo o a través de los representantes que eligió, acepta las regulaciones, teniendo una motivación adicional para cumplirlas, convive en comunidad con aquellos que la exigen cumplir, y a su vez, tendrá la oportunidad en su calidad de par de hacer cumplir el reglamento o votar para remover a las autoridades cuando finalicen su mandato”<sup>47</sup>.
- f. Promoción de la competencia entre los sujetos pasivos de la autorregulación, ya que al contar con las mismas reglas y que estas sean autoimpuestas, se obliga a las instituciones a buscar mayores niveles de eficiencia.
- g. Tener mayores niveles de consenso para la generación de normativa.
- h. Con la autorregulación se fortalecen los sistemas de protección por parte de los partícipes al propio mercado y por consiguiente a los inversionistas, por el peligro del riesgo sistémico y de los posibles perjuicios reputacionales.
- i. Permite elevar los indicadores de desempeño y eficiencia de las entidades autorreguladas.
- j. Evita la excesiva reglamentación por parte del Estado. Lo que implica el liberar al regulador de funciones costosas, al encargarse los entes autorreguladores de “facilitar la

---

<sup>46</sup> Sergio Clavijo, *Los Organismos Autorreguladores: La Experiencia Internacional y la de Colombia, Enfoque Mercado de Capitales*, Bogotá, Edición 31, 2009, pág. 75.

<sup>47</sup> Verchik Ana, *Mercado de Capitales*, ... pág. 66

tarea de seguimiento y estar dispuesto a aplicar las sanciones del caso, en ocasiones, con la aplicación de “sanciones morales”<sup>48</sup>.

k. En la supervisión las ventajas de los modelos autorregulados se circunscriben a los siguientes ámbitos:

- Por la especialidad del análisis, es evidente que un mayor nivel de especialización tienen las personas que lo manejan día a día; en tal virtud en estos sistemas, se tiene la capacidad de profundizar en el análisis a los que el supervisor estatal no tendría la posibilidad acceder.
- Dinamismo de los procesos de investigación y de juzgamiento de infracciones.
- El mantenimiento de estándares de control adecuados a la realidad, se vuelve una necesidad.
- Se produce una mejor asignación de recursos.
- Disminución de la carga administrativa y costos operativos en los procesos.

En esencia, la autorregulación como tal es un mecanismo de prevención de acciones incorrectas en el mercado, disminuyendo las asimetrías de información, con el fin de proteger a los consumidores, oferentes e inversionistas; así, la principal ventaja que se le puede atribuir es que tiene un rol fundamental en el desenvolvimiento del mercado al dotarlo de transparencia y por consiguiente volverlo más atractivo a los ojos del inversionista.

Otra ventaja es la posibilidad de ser un sistema que permite el llenar vacíos legales, al estar en la posibilidad de emitir normativa más completa y especializada sobre temas que la norma legal puede ser abierta o ambigua. En esta línea se ha dicho que, al ser el sistema autorregulatorio un complemento del sistema regulatorio formal, el ámbito de aplicación del primero inicia donde termina el ámbito de aplicación del segundo y de esta forma existe la posibilidad de reprimir normas de conducta que si bien no son ilegales, no necesariamente son éticas o moralmente correctas.

---

<sup>48</sup> Sergio Clavijo, *Los Organismos Autorreguladores: La Experiencia Internacional y la de Colombia, Enfoque Mercado de Capitales, ...* pág. 83.

## **4.2 Desventajas de la Autorregulación**

Por otra parte es conveniente mencionar las posibles desventajas que se generen de la aplicación de modelos autorregulatorios, como:

- a. Por ser los propios sujetos regulados los encargados de emitir sus normas de conducta pueden llegar a existir incentivos para ocultar prácticas indebidas por parte de algunos participantes del mercado, es decir una herramienta corporativa ineficiente.
- b. Se le ha atribuido casos de fraude y corrupción por parte de los partícipes del mercado.
- c. Se le ha atribuido una falta de transparencia de las organizaciones autorreguladas para cumplir los estándares de calidad y conducta.
- d. Se ha tenido la concepción que las entidades autorreguladas tienen incentivos para emitir normativa o dejar de emitirla y en cierta forma promover sus intereses gremiales en detrimento a los de los inversionistas.
- e. Pueden presentarse casos en los cuales el grado de influencia de ciertos partícipes en la emisión normativa sea superior al resto de partícipes; es decir no todas las personas se encontrarían en igualdad de condiciones.
- f. El limitado rango de aplicación, lo que implica una jurisdicción limitada a sus entes regulados.
- g. Muchos analistas consideran que este sistema no ofrece, a los ojos de los inversionistas y del mercado en general, la misma imagen de justicia y equidad que ofrece el sistema normativo tradicional y expedido por la autoridad estatal.

En esencia, se ha atribuido a los sistemas regulatorios la ventaja de poder ser coactivos frente a los regulados al estar enmarcados dentro del poder de *imperium* estatal, lo que implica la posibilidad de que la fuerza pública sea utilizada para este efecto, característica que los sistemas autorregulatorios no poseen.

## **4.3 Ciencias accesorias**

Al analizar a la autorregulación frente a la regulación formal, resulta interesante estudiar estos dos sistemas bajo la óptica de las ciencias accesorias del derecho. Si bien ciencias como la

economía, sociología, etc. son las bases fácticas para el desarrollo de la norma y por consiguiente aplicables tanto para sistemas regulatorios como autorregulatorios, dependiendo del sistema aplicado existirá un mayor o menor grado de intervención de éstas ciencias accesorias en el proceso normativo.

Ciencias como la economía y las finanzas, tienen mayor grado de aplicación e injerencia en modelos autorregulatorios por la especialidad de las normas, que en modelos regulatorios, en los cuales la apertura y falta de determinación de la norma hace que no se vea plasmado íntegramente la relación de las ciencias afines.

En esencia tanto en el sistema regulatorio formal, como en el sistema autorregulatorio, el fundamento fáctico siempre será el mismo; pero, el grado de especificidad dependerá del modelo aplicado. De la misma manera es evidente que en uno y otro modelo, no puede producirse un descuadre entre el ser y el deber ser la norma.

## **5. DEMARCACIÓN DEL PROBLEMA A SER ANALIZADO**

Por la estructura actual del modelo autorregulatorio, podrían existir actualmente conflictos de interés al momento de generar normas de autorregulación en razón de los órganos encargados de expedirlas, y por consiguiente al momento de aplicar el sistema punitivo a cada uno de los partícipes del mercado de valores. Esto nos lleva a analizar la viabilidad de generar un esquema autorregulatorio independiente en el mercado de valores ecuatoriano.

Nuestra legislación de mercado de capitales actualmente reconoce sistemas regulatorios y autorregulatorios caracterizados por estar bajo el control de los propios partícipes del mercado, es decir que son los propios participantes de cada uno de los mercados, sea de capitales o financiero, los encargados de regularse a sí mismos y en ciertos casos de imponerse sanciones.

Esta falta de independencia entre la entidad encargada de expedir normativa y de sancionar infracciones, frente a los partícipes del mercado, podría ocasionar que en muchas ocasiones se

produzcan conflictos de interés, al momento de generar normas de autorregulación, al haber ausencias de regulación o expedir regulaciones limitadas.

Este problema se lo puede evidenciar, tanto al momento de emitir regulaciones, como al momento de investigar y juzgar las faltas cometidas a las normas expedidas.

Las nuevas tendencias en generación de autorregulación nos dan la pauta para determinar que el esquema que actualmente mantiene nuestra legislación de mercado de valores es anacrónico, pues no se adecúa a las necesidades que el sistema actualmente requiere.

En este escenario, la pregunta central que guiará mi investigación es establecer cuáles son los parámetros legales y doctrinarios, para luego definir los presupuestos fácticos, de la aplicación de un modelo de autorregulador independiente en la legislación bursátil ecuatoriana.

Sobre la base de los preceptos enunciados, en el capítulo siguiente se analizará cuales han sido los sistemas que en el Ecuador han sido implementados al utilizar a la autorregulación como sistema de emisión normativa, para lo cual se estudiará la evolución que ha tenido esta figura en nuestro sistema.

## **CAPITULO II**

### **ANTECEDENTES DE LA AUTORREGULACIÓN EN EL MERCADO DE VALORES ECUATORIANO**

#### **1. ANTECEDENTES DE LA AUTORREGULACIÓN**

La autorregulación como tal y la potestad de emisión normativa no necesariamente se han circunscrito a los mercados financieros y de valores; de ahí que en diversas materias la emisión de normativa por propia mano es una realidad.

Antes de analizar los sistemas autorregulatorios adoptados por las leyes de mercado de valores ecuatorianas, es oportuno mencionar cual era la base normativa que regía en nuestro mercado, a fin de identificar el sistema de regulación existente en esa época.

Si bien antecedentes del mercado de valores en el Ecuador se los puede evidenciar desde mediados del siglo XIX, jurídicamente éste toma fuerza en el año de 1955, a raíz de la promulgación del Decreto Ejecutivo No. 34 de 4 de julio de 1955, publicado en el Registro Oficial No. 869 de 14 de julio del mismo año.

Mediante este Decreto se creó la Comisión Nacional de Valores, entidad autónoma de Derecho Privado y finalidad social y pública, que tenía como principales atribuciones, en cuanto a la autorregulación y los entes autorreguladores, de conformidad con el literal e) del artículo 17 del Decreto, el "establecer Bolsas de Comercio en las ciudades o lugares que se juzgue convenientes, regular y supervisar su funcionamiento y acordar su extinción cuando dejare de cumplir sus finalidades"<sup>49</sup>. Es evidente que en este cuerpo normativo nada se dice respecto del establecimiento de bolsas de valores en el Ecuador.

Respecto de estas Bolsas de Comercio, el Decreto determina en el artículo 29 que los Reglamentos de las mismas debían ser formulados por la Comisión Nacional de Valores y sometidos a aprobación del Ministro de Economía, previo dictamen de la Junta Monetaria. De

---

<sup>49</sup> Decreto Ejecutivo No. 34 de 4 de julio de 1955, publicado en el Registro Oficial No. 869 de 14 de julio de 1955.

este procedimiento se puede colegir que, si bien en esa época no se contemplaba la existencia de un mercado de valores con las instituciones actualmente intervinientes, el sistema de regulación que regía en aquella época implicaba la nula o casi nula potestad de emisión normativa por parte de órganos que no sean la Comisión Nacional de Valores; de tal manera que existe un alto grado de intervención estatal, no solo por la nula participación del sector privado, sino por el hecho de que los reglamentos debían ser aprobados por varias instancias estatales.

Otro acontecimiento jurídico de relevancia para el mercado de valores ecuatoriano se deriva de la expedición, el 11 de agosto de 1964, de la Ley de la Comisión de Valores- Corporación Financiera Nacional que sustituyó la Comisión Nacional de Valores.

Esta Ley, publicada en el Registro Oficial No. 316 de 21 de agosto de 1964, estableció la Comisión de Valores–Corporación Financiera Nacional, como una entidad de autónoma de derecho privado y finalidad social y pública. Esta nueva entidad, entre sus principales atribuciones, tenía la potestad de “regular el mercado nacional de valores”, de conformidad con el literal l) del artículo 21 de dicha Ley.

Mediante Ley 111 CLP, de 26 de febrero de 1969, publicada en el Registro Oficial No. 144 de 26 de marzo de 1969, se faculta, previa aprobación de la Presidencia de la República, el establecimiento de Bolsas de Valores en el Ecuador, como sociedades anónimas, las que se regirían por los Reglamentos emitidos por la Superintendencia de Compañías, entidad que a su vez era la encargada de controlarlas.

Es necesario señalar que en este cuerpo normativo no se estableció ni expresa ni tácitamente la posibilidad de que las Bolsas de Valores puedan emitir normativa para autorregularse.

Mediante Decreto Ejecutivo 1182 de 30 de mayo de 1969, publicado en el Registro Oficial No. 216 de 7 de julio de 1969, se autorizó el establecimiento de Bolsas de Valores en las ciudades de Quito y Guayaquil; sin embargo, en dicho documento nada se mencionó respecto a sus facultades y atribuciones.



En el Estatuto Social de la Bolsa de Valores de Quito C.A., expedido en el mismo año de 1969, se estableció en el literal a) del artículo 25, referente a las funciones del Directorio de la Institución, la potestad de “establecer las líneas de política general de la compañía y dictar sus regulaciones”. Es decir con este precepto, se otorgaba la posibilidad a un órgano de derecho privado de emitir normativa; sin embargo, el ámbito de aplicación de dicha regulación en ningún lugar del Estatuto en Mención fue definido.

La Superintendencia de Compañías, mediante Resolución 905 de 24 de noviembre de 1969, expidió el Reglamento para el Funcionamiento de la Bolsa de Valores de Quito. Cuerpo normativo en el que se determinan cuáles son las funciones de esta Institución, estableciendo en el artículo 1 las siguientes funciones relacionadas con la facultad de emisión de normativa: "b) Regular y Mantener el funcionamiento de un mercado bursátil técnicamente organizado, que ofrezca a los inversionistas y negociaciones en valores inscritos y al público en general, condiciones de seguridad, honorabilidad y corrección. e) Vigilar el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de los Agentes de Bolsa. y l) Regular, vigilar, y proteger las actuaciones de los Agentes de Bolsa”<sup>50</sup>.

Estas disposiciones guardan concordancia con lo establecido en el literal b) y en el literal k) del artículo 4, referente a las atribuciones del Directorio de las Bolsas de Valores, literales que preceptúan: “b) Regular las Operaciones de Bolsa” y “k) Imponer las sanciones por las faltas en que hubieran incurrido los Agentes de Bolsa, de acuerdo con las regulaciones respectivas”<sup>51</sup>.

De estas facultades conferidas por la Superintendencia de Compañías a la Bolsa de Valores de Quito, claramente se puede colegir que dicha Institución estaba en la posibilidad de emitir normativa interna y aquella que regule a los partícipes del mercado que tenían relación con la Bolsa, además de la posibilidad de vigilar a los agentes de bolsa, es decir aparte de tener una potestad normativa, era una Institución encargada de controlar a sus miembros, incluso con la facultad de imponer sanciones.

---

<sup>50</sup> Superintendencia de Compañías mediante Resolución 905 de 24 de noviembre de 1969.

<sup>51</sup> Superintendencia de Compañías mediante Resolución 905 de 24 de noviembre de 1969.

De la Resolución 905 se puede concluir que en el Ecuador, incluso antes de la promulgación de la primera Ley de Mercado de Valores, existía un sistema en el cual la autorregulación tenía cabida.

En el literal c) del artículo 2 de la Resolución 905, atinente a las atribuciones de la Superintendencia de Compañías y a su función de vigilancia y control sobre la Bolsa de valores, se determinaba que “c) El Superintendente de Compañías aprobará las Regulaciones dictadas por el Directorio de la Compañía, asegurando la aplicación uniforme de la ley y de sus reglamentos en el mercado bursátil nacional”<sup>52</sup>. Es decir, en esa época el sistema que operaba en el mercado de valores ecuatoriano en razón de la potestad de emisión normativa, implicaba la existencia de lo que actualmente se conoce como “autorregulación regulada”, en consideración a dos factores claramente establecidos: La atribución de la Bolsa de emitir regulaciones para sí misma y para sus miembros, es decir oponibles a terceros; y, la facultad de la Superintendencia de Compañías de aprobar dichas regulaciones.

Estos factores nos llevan a la conclusión de que en el Ecuador no existía un sistema de autorregulación libre, que deje en manos del propio mercado la emisión de sus reglas; sino por el contrario, la prevalencia de un sistema de regulación formal, de la mano de una “autorregulación regulada”, lo que evidentemente indica un alto grado de intervención estatal en el ámbito privado.

En mi criterio, para un adecuado sustento, es necesario que las potestades normativas que son otorgadas, no solo a entes de derecho privado sino a las propias dependencias de entidades públicas, deban surgir de un mandato legal. Esta condición de que sea la ley la que otorgue o no atribuciones, tiene su principal razón de ser en la legitimidad que dote a ese ordenamiento jurídico inferior, sumado al hecho de que estará en capacidad de dotar de mayores niveles de coerción y coacción frente a los sujetos obligados por las normas. Por este antecedente las regulaciones expedidas por las bolsas de valores a más de ser una aplicación de una resolución emitida por parte del ente regulador y controlador, debían ser la materialización de una

---

<sup>52</sup> Superintendencia de Compañías mediante Resolución 905 de 24 de noviembre de 1969.

atribución legal. En esta línea hay que tener en cuenta que si bien entidades de derecho privado pueden emitir normativa, si la misma no halla su sustento en una norma eminentemente superior, podría catalogarse este hecho como el hacer uso funciones no concedidas; sin embargo, hay que tener en cuenta que en muchos sistemas de corte autorregulatorio, el establecimiento de sistemas u ordenamientos jurídicos para mercados financieros y de valores fue promovido e iniciado por las propias entidades de derecho privado frente a la pasividad del Estado.

## **2. SISTEMA ADOPTADO POR LAS LEYES DE MERCADO DE VALORES DEL ECUADOR**

Es conveniente analizar el sistema autorregulatorio que han recogido las leyes de Mercado de Valores que han estado vigentes en el Ecuador.

### **2.1 Ley de Mercado de Valores de 1993**

En el Ecuador, desde que se expidió la primera Ley de Mercado de valores hasta la actualidad, se ha reconocido expresamente la existencia de sistemas autorregulatorios para regular al mercado de valores; sin embargo, los matices que se la dado en cada cuerpo normativo a esta figura, han variado.

En la Ley de Mercado de Valores expedida, mediante Ley No. 31, publicada en el suplemento de Registro Oficial No. 199 de 28 de mayo de 1993, se reguló en el artículo 9 la autorregulación, al determinar que "las bolsas de valores tendrían la facultad de expedir sus reglamentos y demás normas internas, que serán aprobados por la Superintendencia de Compañías. Asimismo los miembros de las bolsas de valores se asociarán para expedir sus reglamentos internos y demás normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia y sanción"<sup>53</sup>.

---

<sup>53</sup> *Ley de Mercado de Valores*, mediante Ley No. 31, Registro Oficial No. 199 de 28 de mayo de 1993.

De conformidad con el artículo citado, en el Ecuador existía un claro sistema de autorregulación regulada, ya que si bien las bolsas de valores o la asociación de casas de valores tenían la potestad de emitir sus propias normas, éstas debían ser aprobadas por el órgano estatal.

Este alto grado de intervención Estatal incluso se lo puede apreciar en la facultad de la Superintendencia de Compañías de ese entonces, de “Suspender o disponer la modificación de las normas internas de las instituciones reguladas por esta Ley”, asumiendo de que las normas de autorregulación eran consideradas simplemente como normas internas<sup>54</sup>.

Es interesante la redacción del artículo 9 mencionado, ya que, por la forma como se encuentra estructurado, podría llevar a la interpretación de que las normas de autorregulación expedidas por las bolsas requerían de autorización por parte del controlador del mercado, mientras que las normas expedidas por las casas de valores asociadas no requerirían aprobación.

En razón del alcance de las normas de autorregulación, nótese el hecho de que la normativa a ser expedida por las bolsas únicamente se circunscribe a normas “internas”, mientras que para las normas expedidas por las propias casas de valores si se establece un ámbito de aplicación y desarrollo un poco más específico.

Es necesario señalar que la facultad de autorregulación otorgada por la Ley a las bolsas de valores y a las asociaciones de casas de valores, también confería la posibilidad de que estas dos instituciones puedan imponer sanciones en la esfera de su competencia.

Esta facultad legal, si bien no se la puede apreciar en forma expresa en la Ley de 1993, si se la puede colegir de diversas disposiciones de la Ley en mención. Así, en el numeral 3 del artículo 3 se determinaba que aquellos sancionados por las Bolsas de Valores y demás asociaciones de autorregulación, quedaban inhabilitados para ser parte del CNV.

---

<sup>54</sup> El numeral 12 del artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores promulgada en el año de 1993 determina: “Art. 5.- De las atribuciones de la Superintendencia de Compañías. Para efectos de esta Ley, además de las atribuciones señaladas en la Ley de Compañías, la Superintendencia de Compañías tendrá las siguientes funciones: 12) Suspender o disponer la modificación de las normas internas de las instituciones reguladas por esta Ley; y,”

De la misma manera en el artículo 70 de la Ley del 93, se recogía el derecho de recurrir en apelación de las resoluciones sancionatorias emitidas por las bolsas de valores y demás asociaciones de autorregulación ante el CNV.

Es interesante tener presente que en esta Ley no se había establecido como infracción, dentro del mercado de valores, la inobservancia de las normas de autorregulación en forma expresa, lo único a lo que se hacía mención es que el no cumplimiento de las normas “complementarias”<sup>55</sup> del mercado podía ser sancionado; y, haciendo una interpretación al considerar a las normas autorregulatorias como complementarias, esta disposición podría ser aplicable.

En concordancia con las disposiciones de la Ley, mediante Decreto 1042, promulgado en el Registro Oficial No 262 de 26 de agosto de 1993, se emitió el Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores, mismo que posteriormente fue derogado por Decreto Ejecutivo No. 390, publicado en Registro Oficial 87 de 14 de Diciembre de 1998.

En el artículo 16 del Reglamento indicado, se estipuló que las bolsas de valores tenían la función de vigilancia y control sobre sus miembros, aclarando que ésta es de índole privado, al determinar que "Ejercen también funciones de vigilancia y control, pero de carácter privado, en ejercicio de sus facultades de autorregulación, las bolsas de valores y los mecanismos de transacciones extrabursátiles, respecto de sus miembros. Las asociaciones de carácter gremial que conformen los intermediarios, operadores y demás dependientes, coadyuvarán en el ejercicio de dichas facultades”<sup>56</sup>.

Nótese en esta disposición como, a nivel Reglamentario, se abre la posibilidad en forma tácita que las bolsas de valores, las asociaciones de intermediarios de valores y los “los mecanismos de transacciones extrabursátiles” sean entes emisores de autorregulación; lo cual

---

<sup>55</sup> El artículo 51 de la Ley de Mercado de Valores promulgada en el año de 1993 determinaba: “Art. 51.- Norma general.- Toda persona natural o jurídica que infrinja las disposiciones contenidas en la presente Ley, en sus reglamentos o en las demás normas complementarias, podrá ser sancionada con penas pecuniarias y no pecuniarias, de acuerdo con las normas contenidas en este Título. La Superintendencia de Compañías, de conformidad con las normas de esta Ley y las resoluciones que expida el Consejo Nacional de Valores, impondrá las sanciones del caso”.

<sup>56</sup> Artículo 16, *Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores*, Decreto 1042, Registro Oficial No 262 de 26 de agosto de 1993.

constituye una aplicación extensiva de las disposiciones de la Ley vigente en el año 93, al instituir a “los mecanismos de transacciones extrabursátiles” como entes autorreguladores, teniendo presente que la ley no los estableció con esta calidad.

Con relación a la normativa secundaria expedida en este periodo por el CNV y que haga referencia al sistema autorregulatorio, es necesario mencionar a la Resolución CNV-93-003 en la cual se determinó que: “El funcionamiento, facultades y prohibiciones y obligaciones de las bolsas de valores se regirán por las disposiciones de la Ley, su reglamento general, las normas que expida el Consejo Nacional de Valores, el Código de Comercio y en los reglamentos internos que se dicten en base a sus facultades autorregulatorias”<sup>57</sup>.

Es necesario señalar que de la normativa secundaria expedida, es en la Resolución CNV-93-003, en donde se hace una mayor especificación sobre la autorregulación; así, en la Disposición General Segunda, se determina que “toda bolsa deberá establecer en su reglamento interno, los requisitos y condiciones que deberá reunir una casa de valores para efectos de poder ser admitida como miembro de ella (...)”<sup>58</sup>.

## **2.2. Ley de Mercado de Valores de 1998**

Mediante Ley 107, publicada en el Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998, se expidió una nueva Ley de Mercado de Valores.

Al igual que la ley de 1993, se recogió expresamente la figura de la autorregulación en el mercado de valores; sin embargo, a diferencia del tratamiento normativo desarrollado en la Ley del 93, en este cuerpo legal se introdujeron otros elementos a la autorregulación.

En esta nueva Ley se pretendió incorporar en forma expresa un concepto y un ámbito de aplicación de las normas autorregulatorias; así, en el artículo 43 de la Ley se estableció:

“Se entiende por autorregulación, la facultad que tienen las bolsas de valores y las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley y debidamente reconocidos por el

---

<sup>57</sup> Resolución CNV-93-003 de 22 de diciembre de 1993, Registro Oficial No. 349 de 31 de diciembre de 1993.

<sup>58</sup> Resolución CNV-93-003 de 22 de diciembre de 1993, Registro Oficial No. 349 de 31 de diciembre de 1993.

C.N.V., para dictar sus reglamentos y demás normas internas, así como para ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

En el marco de las normas generales expedidas por el C.N.V., las bolsas de valores y asociaciones gremiales antes indicadas expedirán sus regulaciones de carácter interno y operativo, las que requerirán únicamente de la aprobación de sus órganos competentes y entrarán en vigencia transcurrido el término de cinco días a partir de la notificación a sus miembros y a la Superintendencia de Compañías.

La autorregulación contemplará al menos las normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia, sanción y sanas costumbres constituidas por hechos uniformes, públicos y generalmente practicados.

La transgresión de las normas de autorregulación, deberá ser sancionada por el órgano autorregulador, sin perjuicio de la sanción que eventualmente dispusiere el órgano de control”<sup>59</sup>.

De esta disposición se pueden extraer diversos elementos de análisis:

La autorregulación es potestad de las bolsas de valores y las asociaciones gremiales de entes regulados por la Ley. A diferencia de lo que sucedía con la Ley del 93, en la cual las asociaciones que podían emitir autorregulación eran aquellas conformadas por las casas de valores, en esta nueva ley se deja una norma abierta, a fin de que cualquier asociación, ya no solo de casas de valores, esté en posibilidad de ser un autorregulador.

Se determina cuáles son los ámbitos de aplicación de la autorregulación; así, mientras en la Ley predecesora únicamente se mencionaba la función normativa, en esta nueva ley también se incluyen la función de control y la sancionatoria.

De esta disposición se colige, a nivel positivo, la jerarquía legal existente, al sostener que “En el marco de las normas generales expedidas por el C.N.V.”, lo que implica que las normas autorregulatorias encuentran su sustento en las normas inmediatamente superiores; es decir se manifiesta expresamente la aplicación del sustento en la norma superior que tienen las normas, dentro de la pirámide jurídica. En concordancia con esto, es conveniente mencionar lo dispuesto en el numeral 5 del artículo 9 de la Ley, mismo que formula “Art. 9.- El Consejo Nacional de Valores deberá: 5. Expedir las normas generales en base a las cuales las bolsas de

---

<sup>59</sup> Artículo 43, *Ley de Mercado de Valores*, Ley 107, Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998.

valores y las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley podrán dictar sus normas de autorregulación”<sup>60</sup>.

En razón del proceso de aprobación normativo, el artículo 43 determina que “requerirán únicamente de la aprobación de sus órganos competentes y entrarán en vigencia transcurrido el término de cinco días a partir de la notificación a sus miembros y a la Superintendencia de Compañías”<sup>61</sup>, es decir, con la promulgación de la Ley del 98, se cambió el sistema autorregulatorio que imperaba en el Ecuador, de un sistema de “autorregulación regulada”, en el cual la Superintendencia de Compañías tenía que aprobar estas normas, a un sistema “híbrido”, caracterizado por la facultad de las bolsas y asociaciones gremiales de aprobar las normas y un sistema de aprobación tácita por parte de la Superintendencia de Compañías.

Hay que mencionar lo contenido en el tercer inciso del artículo 47 de la Ley, en el cual se incluye, como atribuciones de los Directorios de las bolsas de valores, la facultad de “(...) expedir las normas de autorregulación, velar por el cumplimiento de la Ley, de las normas complementarias y de autorregulación, así como controlar y sancionar a sus miembros”<sup>62</sup>.

Se trata de un sistema híbrido, ya que técnicamente la Superintendencia de Compañías no aprueba las normas expedidas, pero en la práctica dentro de los cinco días que da la Ley, formulan observaciones y comentarios a las normas notificadas.

Del análisis aislado de esta disposición se podría inferir que en el Ecuador existiría un sistema de autorregulación libre, ya que técnicamente la Superintendencia de Compañías no tiene la facultad legal de aprobar las normas de autorregulación; sin embargo, haciendo un análisis integral no se trata de un sistema ni libre ni regulado. Es conveniente tener en cuenta lo contenido en el numeral 10 del artículo 10 de la Ley, mismo que establece: “Art. 10.- De las atribuciones y funciones de la Superintendencia de Compañías.- (...) 10. Disponer mediante resolución fundamentada, la suspensión o modificación de las normas de autorregulación expedidas por las bolsas de valores o las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley,

---

<sup>60</sup> Artículo 9, *Ley de Mercado de Valores*, Ley 107, Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998.

<sup>61</sup> Artículo 43, *Ley de Mercado de Valores*, Ley 107, Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998.

<sup>62</sup> Artículo 47, *Ley de Mercado de Valores*, Ley 107, Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998.



cuando tales normas pudieren inferir perjuicios al desarrollo del mercado o contraríen expresas normas legales o complementarias”<sup>63</sup>.

Con esta disposición se introduce la facultad de la Superintendencia, no de aprobar las normas autorregulatorias, sino de suspenderlas o modificarlas, lo cual de la pauta para aseverar que no es un sistema de autorregulación libre. Es necesario señalar que, a diferencia de lo que sucedía en la ley del 93, en esta nueva Ley por lo menos se establecieron, así sea de manera muy general, las causales por las cuales la Superintendencia puede suspender o modificar las normas de autorregulación.

En el artículo 43 se pretendió introducir los marcos generales para el desarrollo de la normativa autorregulatoria; así, se determinó que las normas a ser emitidas por las bolsas de valores por lo menos debían contemplar normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia, sanción y sanas costumbres. Nótese la introducción que se hace, a nivel legal, de la “costumbre mercantil”, y su reconocimiento como fuente normativa en el mercado de valores, incluso circunscribiéndola a los “hechos uniformes, públicos y generalmente practicados”.

En mi criterio, a efectos de contar con un sistema en el cual se encuentren reguladas todas las actividades del mercado de valores, el hecho de que mediante normas autorregulatorias se puedan regular ciertos hechos comúnmente practicados, permite un mayor control sobre todas las relaciones y negocios jurídicos que se susciten en el mercado; sin embargo, es indispensable que se aclare que éstas prácticas no sean contrarias al ordenamiento jurídico positivo, hecho que por la forma como se encuentra redactado el artículo analizado no sucede, dejando en ambigüedad la posible utilización de esta facultad legal. Por otra parte es importante indicar que si bien en el Ecuador la costumbre no constituye derecho a menos que la Ley se remita a ella, al establecerse en la Ley de Mercado de Valores que la autorregulación también puede recaer sobre "hechos uniformes, públicos y generalmente practicados", se está haciendo una expresa referencia a la costumbre.

---

<sup>63</sup> Artículo 10, *Ley de Mercado de Valores*, Ley 107, Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998.

La Ley contempló la posibilidad de que los autorreguladores puedan emitir sanciones, en la esfera de su competencia; en este sentido, el inciso final del artículo 43 establece que “La transgresión de las normas de autorregulación, deberá ser sancionada por el órgano autorregulador, sin perjuicio de la sanción que eventualmente dispusiere el órgano de control”<sup>64</sup>.

De esta facultad sancionatoria se pueden extraer elementos como:

- a. Es el propio autorregulador el encargado de la determinación de responsabilidades y de imposición de sanciones a sus miembros, entendidos estos para el caso de las bolsas de valores como sus casas de valores. A este efecto es conveniente recordar que, en el caso de las bolsas de valores, el órgano emisor de dicha normativa es el Directorio de estas entidades.
- b. En el Ecuador, por el sistema de atribución de responsabilidad contenido en la Ley de Mercado de Valores, se podrían presentar casos en los cuales una persona llegue a tener responsabilidad autorregulatoria, responsabilidad administrativa, responsabilidad civil y responsabilidad penal, lo que podría conllevar sanciones en estas cuatro esferas.

En mi opinión es necesaria la coexistencia de los cuatro niveles de responsabilidad mencionados ya que cada uno tiene su ámbito de acción y por consiguiente de aplicación definidos; sin embargo hay que reconocer que por la forma como se encuentra actualmente estructurado el sistema de determinación de responsabilidades y sanciones en la Ley de Mercado de Valores se pueden presentar casos en los cuales la responsabilidad autorregulatoria y la responsabilidad administrativa confluyan sobre un mismo hecho con los mismos presupuestos y con las mismas sanciones, lo cual podría acarrear dos sanciones amparadas en el mismos fundamentos de derecho a cargo de dos entidades distintas, frente a lo cual se podría invocar el non bis in idem. Esta posibilidad se ve completamente subsanada si en la legislación se determinan claramente cuáles son los niveles sobre los cuales cada sistema tendrá injerencia; a lo que se puede añadir que ambas responsabilidades

---

<sup>64</sup> Artículo 43, *Ley de Mercado de Valores*, Ley 107, Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998.

pueden coexistir plenamente siempre y cuando los entes encargados de ejecutarlas actúen coordinadamente.

El reconocimiento de las normas de autorregulación llega incluso al punto de que son utilizadas por la Superintendencia para determinar responsabilidades y por consiguiente considerarlas de obligatorio cumplimiento. A tal grado llega el reconocimiento de las normas de autorregulación expedidas, que incluso su inobservancia es considerada como infracción administrativa, en los términos del literal f) del artículo 207 de la Ley, al considerar su violación como una infracción administrativa, reconocimiento que en la ley del 93 no fue hecho en forma expresa.

Es necesario tener en cuenta las disposiciones más relevantes, contenidas en legislación secundaria, que complementan y desarrollan el sistema autorregulatorio propuesto por la Ley.

El Consejo Nacional de Valores (CNV), mediante Resolución No. CNV-008-2006, publicado en el Registro Oficial Suplemento 1 de 8 de marzo de 2007, expidió la Codificación de Resoluciones del CNV; documento en el que si bien no se dedica un capítulo específico para desarrollar las funciones de autorregulación de los entes a quienes la Ley les dio esta facultad, si se recogen disposiciones dispersas por medio de las cuales se hace referencia a la potestad autorregulatoria en diversos temas.

La tendencia adoptada por el CNV es estandarizar normativa entre los partícipes del mercado; así, proponen la emisión de normativa de autorregulación conjunta entre las bolsas de valores en diversos aspectos; tendencia que, como se verá más adelante, ha sido trasladada de la esfera de la normativa secundaria, para ser incluida a nivel legal, como lo veremos en las disposiciones del proyecto de nueva Ley.

Entre los artículos recogidos por la Codificación CNV, que guardan estrecha relación con la facultad de emisión normativa que tienen las bolsas de valores y las asociaciones gremiales, se pueden mencionar al artículo 93, del Subtítulo I, del Título II, incluido dentro de las atribuciones de las bolsas de valores mismo que establece: “Sin perjuicio de las facultades de vigilancia y control establecidas para la Superintendencia de Compañías, las respectivas bolsas

de valores vigilarán y controlarán permanentemente el desempeño de las funciones de las casas de valores y de los operadores de valores. De igual manera, lo efectuarán las asociaciones de autorregulación que éstas conformen, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 43 de la Ley”<sup>65</sup>.

Artículo del cual se desprende que el ámbito de generación de autorregulación también implica el desarrollo de funciones de supervisión, control y a la postre sanción.

Por otra parte el numeral segundo del artículo 99, del Subtítulo I, del Título II, atinente a las responsabilidades de las bolsas de valores, establece el "Velar porque las casas de valores miembros, sus representantes, sus operadores y los funcionarios de las bolsas de valores, en el ejercicio de sus actividades, se ciñan a los principios éticos y disciplinarios; y cumplan estrictamente la Ley, las normas reglamentarias y las de autorregulación”<sup>66</sup>.

Tanto el legislador, al momento de expedir la Ley de Mercado de Valores, como el CNV (Regulador), no han hecho referencias expresas a los procedimientos de expedición de estas normas, salvo lo dispuesto en el artículo 43 de la Ley, en lo relativo a las bolsas de valores; sin embargo, al regular a las “Asociaciones Gremiales”, incluso el CNV ha dispuesto que en el Estatuto de éstas deberá constar “El procedimiento que habrán de seguir para elaborar las normas de autorregulación, así como para hacerlas efectivas y sancionar su incumplimiento”<sup>67</sup>, tal y como lo requiere el numeral 9 del artículo 2, del Capítulo I, del Subtítulo V, del Título II de la Codificación CNV.

Es interesante tomar en cuenta lo dispuesto en el artículo 8 de la misma referencia legal, el mismo que dispone que "Las normas de autorregulación expedidas por las asociaciones gremiales, que no hayan sido suspendidas por la Superintendencia de Compañías, deberán ser adoptadas obligatoriamente por las compañías no agremiadas, una vez publicadas en el

---

<sup>65</sup> Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-008-2006 Ro. Especial 1 de 8 de marzo de 2007.

<sup>66</sup> Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-008-2006 Ro. Especial 1 de 8 de marzo de 2007.

<sup>67</sup> Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-008-2006 Ro. Especial 1 de 8 de marzo de 2007.

Registro Oficial”<sup>68</sup>; ya que ésta norma es la única a nivel de regulaciones que hace referencia a la sumisión a la autorregulación, incluso por quienes no son agremiados.

A nivel autorregulatorio es conveniente mencionar las disposiciones del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito (BVQ), que regulan el proceso de emisión de autorregulación, y que son las únicas existentes en el mercado de valores ecuatoriano.

En el título segundo del Reglamento de la BVQ se regula el proceso de expedición de este tipo de normativa. De conformidad con lo dispuesto en el artículo 43 de la Ley de Mercado de Valores, la Bolsa ha expedido las normas de carácter interno que rigen el mercado de valores, estableciendo en el artículo 4 del reglamento indicado, la única disposición, a todo nivel legal, en la cual se establecen detalladamente cuales van a ser los ámbitos de desarrollo de la autorregulación. La BVQ reguló de manera específica los campos de injerencia de la autorregulación en el mercado de valores, frente a la apertura y falta de determinación que impone la Ley de Mercado de Valores y frente a la omisión efectuada por el CNV en esta materia. En mi opinión esta determinación por parte de la Bolsa del ámbito de acción de la autorregulación en el mercado es una disposición que no contradice la estructura propuesta por la Ley de Mercado de Valores ya que su único objetivo es detallar aspectos que la Ley ha regulado de manera general, es decir que son preceptos que se encuentran amparados bajo el paraguas que abre el artículo 43 de la Ley.

Dentro del procedimiento de emisión de autorregulación la Bolsa ha considerado oportuno el dejar claro por cuenta de quién se puede producir la iniciativa para la expedición de estas normas; así, en el artículo 5 del Reglamento mencionado se establece que “Pueden presentar proyectos y reformas de normas de autorregulación las siguientes personas: El Presidente Ejecutivo; Las casas de valores miembros de la BVQ; y, La Asociación de Casas de Valores”<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-008-2006, Ro. Especial 1 de 8 de marzo de 2007.

<sup>69</sup> Artículo 5, *Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito*.

Sobre la base de lo dispuesto en el artículo 43 de la Ley, en el artículo 6 del Reglamento de la BVQ se ha dispuesto un proceso detallado para la aprobación de este tipo de normativa al sostenerse:

"La aprobación de las normas de autorregulación, así como sus reformas, corresponderá al Directorio de la BVQ, de conformidad con lo dispuesto en el Estatuto.

Sin embargo, el procedimiento previo a la aprobación de las normas es el siguiente:

- a. Se presentará al Directorio los proyectos que se consideren necesarios para su adopción o para la reforma de las normas de autorregulación;
- b. Una vez presentados los proyectos al Directorio, éste dispondrá en la misma sesión que se difundan a los participantes del mercado bursátil, para que en el plazo de diez días remitan sus observaciones y recomendaciones;
- c. Dentro del plazo mencionado en el literal anterior, los proyectos serán publicados en la página web de la BVQ;
- d. Finalizado el plazo, el Presidente del Directorio convocará a una sesión de Directorio para conocer el informe sobre las observaciones a los proyectos presentados;
- e. Sobre la base del informe remitido, el Directorio expedirá las normas de autorregulación pertinentes y notificará a la Superintendencia de Compañías y a los participantes del mercado. La norma entrará en vigencia una vez transcurrido el plazo establecido en la Ley<sup>70</sup>.

De esta disposición se puede colegir que cualquier persona, no necesariamente miembro de una casa de valores o relacionada al mercado de valores, está en capacidad de emitir sus observaciones, comentarios y sugerencias a las normas que están en proceso de aprobación, ya que dichos proyectos son comunicados al mercado y difundidos al público por medio de la página web de la BVQ. Esta participación del público y no solo de quienes conforman directamente la Bolsa, tiene a más de un efecto socializador de la normativa, el objetivo de lograr normas de consenso y por consiguiente más eficaces.

### **2.3 Proyecto de Ley de Mercado de Valores**

---

<sup>70</sup> Artículo 6, *Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito*.

En razón de la coyuntura que actualmente está viviendo el mercado de valores ecuatoriano, por la expectativa de una reforma integral de la Ley de Mercado de Valores, derivada de la propuesta de reforma elaborada por el Ministerio Coordinador de la Política Económica, se ha considerado necesario analizar el sistema autorregulatorio que el proyecto mencionado recoge.

A efectos de determinar las características y particularidades del sistema a ser introducido, se va a extraer los aspectos más relevantes de la figura, con el propósito hacer una comparación frente a la Ley vigente.

En el artículo 57 del proyecto se regula a la autorregulación en el mercado de valores estipulando:

“Se entiende por autorregulación, la facultad que tienen las bolsas de valores, los Mercados Alternativos Privados o Públicos y las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley y debidamente inscritas en el Registro del Mercado de Valores; para dictar sus reglamentos y demás normas internas.

Las normas de autorregulación son de observancia obligatoria para las bolsas de valores, los Mercados Alternativos Privados o Públicos, los intermediarios de valores, los operadores de valores, los emisores debidamente inscritos en la respectiva bolsa de valores o en los Mercados Alternativos Privados o Públicos; y sus funcionarios. En el caso de las asociaciones gremiales, son obligatorias para sus miembros.

Dentro de lo establecido en la presente Ley, su reglamento, sus normas supletorias y las disposiciones de carácter general que expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores; las bolsas de valores y los Mercados Alternativos Privados o Públicos, y las asociaciones gremiales antes indicadas; expedirán sus normas de autorregulación exclusivamente en aspectos de carácter operativo interno, de las normas de ética, disciplina, autocontrol y vigilancia de estos aspectos”<sup>71</sup>.

Al igual de lo que establece el artículo 43 de la Ley vigente, se entiende por autorregulación a la facultad para emitir reglamentos y normas internas; sin embargo, con la reforma se pretende introducir nuevos sujetos capaces de emitir este tipo de normativa, ya que mientras en

---

<sup>71</sup> Artículo 57, *Proyecto de Ley de Mercado de Valores elaborado por el Ministerio Coordinador de la Política Económica*.

la Ley vigente son autorreguladores las bolsas de valores y las asociaciones gremiales, con la reforma también tendrían esta calidad los mercados alternativos públicos y privados<sup>72</sup>.

En el segundo inciso del artículo 57 se hace mención a los sujetos obligados por la autorregulación; es necesario señalar que al determinarse abiertamente que las normas de autorregulación son de observancia obligatoria para las bolsas de valores, los mercados alternativos públicos y privados, los intermediarios de valores, operadores de valores, los emisores debidamente inscritos en la respectiva bolsa de valores o mercados alternativos públicos y privados y sus funcionarios, se está dejando abierta la interpretación de que una norma de autorregulación es incluso oponible ante otros órganos autorreguladores; así, por la apertura del artículo, si una bolsa emite una norma autorregulatoria, esta sería de obligatorio cumplimiento para las otras bolsas de valores y mercados alternativos públicos y privados, lo cual podría generar un sistema demasiado complejo. Cabe recalcar que esta interpretación es factible por cuanto en el texto del propio artículo únicamente se introduce como aclaratoria al caso de las asociaciones gremiales, en razón de la circunscripción de obligatoriedad de sus disposiciones a sus miembros<sup>73</sup>.

Si bien esta determinación abierta de sujetos obligados puede ocasionar los inconvenientes destacados, al introducirse en el proyecto quienes son considerados sujetos obligados si existe un avance frente a la total falta de determinación del artículo 43 de la Ley actual.

Al igual de lo que sucede con el sistema vigente, en el artículo 57 se pretende dar coherencia normativa, en base a la derivación de la que son objeto las normas inferiores de las

---

<sup>72</sup> De conformidad con el artículo 68 del proyecto de Ley, se crearán los Mercados Alternativos Privados o Públicos en los cuales se podrán negociar valores e instrumentos financieros de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria. De acuerdo con el artículo 69 del proyecto sólo podrán ser Administradores de un Mercado Alternativo Privado las Bolsas de Valores (Para acciones, valores de Renta Fija e instrumentos financieros de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas); y, de un Mercado Alternativo Público las Corporaciones Financieras Públicas (Para acciones, valores de Renta Fija e instrumentos financieros de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria).

<sup>73</sup> Es importante tener en cuenta que es una función de las Bolsas de valores, en los términos del numeral 4 del artículo 65 del proyecto, el “Velar porque, en el ejercicio de su actividad, los intermediarios de valores, así como los funcionarios y empleados de las bolsas de valores, cumplan con los principios de ética y las normas de esta Ley, otras disposiciones legales y las disposiciones de carácter general del Consejo del Mercado de Valores y de la autorregulación de las bolsas de valores”.



superiores, a la normativa de autorregulación, al estipularse que “Dentro de lo establecido en la presente Ley, su reglamento, sus normas supletorias y las disposiciones de carácter general que expida la Junta de Regulación del Mercado de Valores (...)”<sup>74</sup>. Este precepto del mencionado artículo 57, guarda concordancia con lo dispuesto en el numeral 6 del artículo 9 del proyecto, mismo que determina como atribución de la Junta de Regulación, el expedir las normas generales en base a las cuales las bolsas de valores, los mercados multilaterales de negociación y las asociaciones gremiales creadas al amparo de esta Ley podrán dictar sus normas de autorregulación.

En cuanto al ámbito de emisión de la normativa autorregulatoria, el tratamiento del párrafo final del artículo 57 del proyecto, no difiere en esencia de lo determinado en el artículo 43 de la Ley vigente. La diferencia sustancial entre ambos tratamientos es que se elimina como objeto de regulación a las “sanas costumbres constituidas por hechos uniformes, públicos y generalmente practicados”.

Con relación al proceso de aprobación de las normas de autorregulación, el artículo 58 del proyecto estipula:

“Todas estas normas de autorregulación requerirán de la aprobación de sus órganos competentes y de la aprobación de la Superintendencia de Compañías y Valores, que deberá otorgarse en el término de cinco días a partir de la notificación a la Superintendencia de Compañías y Valores.

La Superintendencia de Compañías y Valores, mediante resolución fundamentada, dentro del término indicado, podrá disponer la suspensión o modificación de las normas de autorregulación expedidas, cuando tales normas pudieran inferir perjuicios al desarrollo del mercado o contraríen expresas normas legales o complementarias.

De la resolución emitida por la Superintendencia de Compañías y Valores podrá recurrirse dentro del término de siete días ante la Junta de Regulación del Mercado de Valores.

Mientras no se resuelva el recurso planteado en este artículo, la resolución materia del mismo seguirá produciendo efecto.

Cuando estas normas de autorregulación en el mercado bursátil y en los Mercados Alternativos Privados se refieran a la negociación de valores, inscripción y cancelación de intermediarios,

---

<sup>74</sup> Artículo 57, *Proyecto de Ley de Mercado de Valores elaborado por el Ministerio Coordinador de la Política Económica*.

operadores y emisores de valores; deben ser emitidas de manera conjunta por las bolsas de valores y garantizar un tratamiento igualitario a sus regulados.

Los miembros del máximo órgano administrativo de las bolsas de valores, de los Mercados Alternativos Privados o Públicos y de las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley; así como sus representantes legales; serán responsables de velar por la estricta observancia de las normas de autorregulación. Cualquier incumplimiento de estas normas de autorregulación deberá ser sancionado por el Autorregulador e informado de forma inmediata a su conocimiento a la Superintendencia de Compañías y Valores.

La transgresión de las normas de autorregulación será sancionada por el Órgano autorregulador, sin perjuicio de la sanción que dispusiere la Superintendencia de Compañías y Valores.

Las sanciones que contemplen los autorreguladores deberán observar los criterios de gradación contenidos en el art. 272 de esta ley y no podrán ser menos rigurosas que las establecidas en el art. 273 de esta ley”<sup>75</sup>.

De conformidad con lo dispuesto en el primer inciso del artículo, el sistema autorregulatorio que entraría a regir tras la aprobación de este proyecto sería de una autorregulación reglada o regulada, pues la Superintendencia de Compañías y Valores tendrá la potestad de aprobar los proyectos de normas autorregulatorias que le sean presentadas.

Al igual que en la ley vigente en el proyecto se instituye la facultad de la Superintendencia de Compañías y Valores de suspender o disponer la modificación de normativa autorregulatoria; pero, a diferencia del esquema actual, esta potestad únicamente podrá ser ejercida dentro del término de 5 días posteriores a la fecha en la cual la norma fue notificada por parte de los autorreguladores. Esta puntualización en cuanto al término para ejercer esta función es necesaria a efectos de dinamizar el proceso de emisión normativa y a efectos de evitar que posteriores interpretaciones discrecionales por parte del controlador.

Con la reforma se incluye en la legislación la potestad de los órganos autorreguladores de impugnar la decisión del regulador ante la Junta de Regulación del mercado<sup>76</sup>; y, se establece que el recurso interpuesto tendrá efecto devolutivo.

---

<sup>75</sup> Artículo 58, *Proyecto de Ley de Mercado de Valores elaborado por el Ministerio Coordinador de la Política Económica*.

<sup>76</sup> La Junta de Regulación es un órgano creado por el proyecto de Ley de Mercado de Valores, que reemplaza en sus funciones al actual Consejo Nacional de valores.

En el proyecto de Ley se aprecia la tendencia a la estandarización normativa, al establecer que en ciertas materias las normas de autorregulación deberán ser expedidas en forma conjunta, como por ejemplo en el artículo 58 al sostener que “Cuando estas normas de autorregulación en el mercado bursátil y en los Mercados Alternativos Privados se refieran a la negociación de valores, inscripción y cancelación de intermediarios, operadores y emisores de valores, deben ser emitidas de manera conjunta por las bolsas de valores y garantizar un tratamiento igualitario a sus regulados”<sup>77</sup>. Esta tendencia implica un gran avance a fin de evitar arbitrajes regulatorios, sumado al hecho de que el contar con las mismas reglas de juego da mayor seguridad y protección a los inversionistas. Es necesario señalar que en la actualidad, pese a no contar con una disposición que obligue esta práctica, las bolsas de valores conjuntamente han expedido normativa sobre diferentes puntos de derecho.

En el proyecto de Ley, a diferencia del esquema vigente, se incluye la responsabilidad directa que tienen “Los miembros del máximo órgano administrativo de las bolsas de valores, de los Mercados Alternativos Privados o Públicos y de las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley; así como sus representantes legales (...)”<sup>78</sup>, a la que se suma la responsabilidad institucional que tiene los tres entes autorreguladores reconocidos por la Ley.

Con relación al régimen sancionatorio derivado de la inobservancia de la normativa autorregulatoria, en el proyecto presentado se mantiene el esquema actual, es decir que el propio autorregulador es encargado de juzgar las violaciones, sin perjuicio de la sanción que puedan imponer la Superintendencia de Compañías y Valores.

En concordancia con esta disposición del artículo 58 es necesario señalar que en el proyecto se ha incluido como infracciones administrativas a:

“No informar, por parte de las bolsas de valores, los Mercados Alternativos Privados o Públicos o las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley; a la Superintendencia

---

<sup>77</sup> Artículo 58, *Proyecto de Ley de Mercado de Valores elaborado por el Ministerio Coordinador de la Política Económica.*

<sup>78</sup> Artículo 58, *Proyecto de Ley de Mercado de Valores elaborado por el Ministerio Coordinador de la Política Económica.*

de Compañías y Valores, de cualquier incumplimiento de las normas de autorregulación, en forma inmediata a su conocimiento.

No sancionar, por parte de las bolsas de valores, los Mercados Alternativos Privados o Públicos o las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley; de cualquier incumplimiento de las normas de autorregulación, en forma inmediata a su conocimiento.”<sup>79</sup>

Al igual que en la ley vigente el no cumplimiento de la autorregulación implica de por sí una infracción de índole administrativo en los términos de los artículos: Numeral 4 del artículo 12 y numeral 7 del artículo 277.

### **3. SISTEMAS DE CONTROL, SUPERVISIÓN Y SANCIÓN ACTUALES EN EL ECUADOR**

En el mercado de valores ecuatoriano existen varios estamentos de control sobre los diversos partícipes del mercado, desarrollados en función de la normativa aplicable a cada caso y por consiguiente del tipo de responsabilidad atribuible a las conductas efectuadas.

En la legislación bursátil ecuatoriana hay varios niveles de responsabilidad; así, en la Ley de Mercado de Valores se habla de responsabilidad penal, civil y administrativa de todos los partícipes del mercado. Derivado de la facultad autorregulatoria de bolsas de valores y asociaciones gremiales, se daría paso a otro tipo de responsabilidad, misma que no se encuadraría en los tres tipos de responsabilidad antes mencionados y que podría ser denominada como “responsabilidad autorregulatoria”.

A efectos del análisis, en razón de los tipos de responsabilidad en los que una persona natural o jurídica puede incurrir, se va a hacer referencia a los niveles de control existentes en el mercado efectuados por los diversos entes de control.

Con relación a la responsabilidad penal, misma que se verifica cuando uno de los partícipes, adecúa su conducta a una figura penal contenida en la Ley, es decir de verificarse la comisión de un delito, este hecho deberá ser puesto en conocimiento de las autoridades

---

<sup>79</sup> Numerales 8 y 9 Artículo 277, *Proyecto de Ley de Mercado de Valores elaborado por el Ministerio Coordinador de la Política Económica.*

pertinentes, a fin de que instauren el proceso penal respectivo de ser necesario, de conformidad con lo dispuesto en el artículo 212 de la Ley.

No solo la Superintendencia de Compañías tiene la obligación de informar al Ministerio Público de la comisión de un delito, sino cualquier persona, lo que, aplicado al mercado de valores, implicaría que cualquier partícipe del mercado está en la obligación de comunicar al ministerio Público de conocer que se ha cometido un ilícito, so pena de incurrir en un delito omisivo de no informar, o poder ser catalogado como parte del delito cometido por otra persona en calidad de encubridor.

Al tratar la responsabilidad civil, la Ley de Mercado de Valores determina en su artículo 205 que "Las personas naturales y jurídicas que, por infracciones de esta Ley, de sus reglamentos y otras normas complementarias y de las demás disposiciones que regulan el mercado de valores, ocasionen daños a terceros serán solidariamente responsables y deberán indemnizar los perjuicios causados, en conformidad con el derecho común. Esta responsabilidad civil es independiente frente a las sanciones administrativas o penales a que hubiere lugar"<sup>80</sup>.

Es importante destacar que la existencia de responsabilidad penal o administrativa, puede generar la existencia de responsabilidad civil. De la misma manera hay que dejar en claro que para juzgar, tanto en materia penal como en civil, únicamente son competentes los órganos de jurisdicción ordinaria estatal.

La responsabilidad administrativa en el mercado de valores se encuentra regulada por el CNV. Este ente, adscrito a la Superintendencia de Compañías<sup>81</sup>, de conformidad con el numeral

---

<sup>80</sup> Artículo 205, *Ley de Mercado de Valores*, Codificación 1, Registro Oficial No. 215 de 22 de Febrero del 2006.

<sup>81</sup> De conformidad con el artículo 5 de la Ley de Mercado de Valores se crea el Consejo Nacional de Valores para "establecer la política general del mercado de valores y regular su funcionamiento, créase adscrito a la Superintendencia de Compañías, como órgano rector del mercado de valores, el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.), el mismo que estará integrado por siete miembros: Cuatro del sector público; el Superintendente de Compañías, quien lo presidirá; un delegado del Presidente de la República; el Superintendente de Bancos y Seguros y el Presidente del Directorio del Banco Central del Ecuador; y, tres del sector privado, designados por el Presidente de la República de las ternas enviadas por el Superintendente de Compañías. Serán alternos, del Superintendente de Compañías, el Intendente de Valores; del Superintendente de Bancos y Seguros, el Intendente General de Bancos; del Presidente del Directorio del Banco Central, un delegado elegido por el Directorio de entre sus miembros; y del delegado del Presidente de la República y los del sector privado, los que sean designados como tales siguiendo el mismo procedimiento que para la designación del

17 del artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores, tiene la función de establecer las políticas generales para la supervisión y control del mercado, es decir sobre la base de las disposiciones emitidas por el CNV, los entes autorreguladores podrán emitir normativa.

En concordancia con esta disposición, el numeral 2 del artículo 10 de la Ley, referente a las atribuciones de la Superintendencia de Compañías, estipula que es función de la Superintendencia el “Inspeccionar, en cualquier tiempo, a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con amplias facultades de verificación de sus operaciones, libros contables, información y cuanto documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil, de acuerdo con las normas que expida el C.N.V (...)”<sup>82</sup>.

Este artículo guarda conformidad con lo contenido en el artículo 6 del Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores, mismo que preceptúa:

“En ejercicio de sus atribuciones de vigilancia y control, tanto la Superintendencia de Compañías como la de Bancos, podrán solicitar en cualquier tiempo la presentación de todo tipo de documentación o información, ya sea contable, económica, financiera, jurídica y/o administrativa. Cuando una de las Superintendencias requiera información de una entidad sujeta a la vigilancia y control de la otra Superintendencia, lo hará a través de esta última o en forma conjunta”<sup>83</sup>.

Hay que destacar que todas las instituciones reguladas en el mercado de valores, por expresa disposición del artículo 232 de la Ley, deben “(...) prestar las facilidades necesarias para que la Superintendencia de Compañías, pueda ejercer sus atribuciones de control y supervisión”<sup>84</sup>.

La Superintendencia tiene potestad de control, supervisión y sanción sobre violaciones a normativa emitida en tres instancias distintas, es decir puede imponer sanciones por violaciones a las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores, siempre y cuando estas no constituyan un

---

principal. Cuando no asista el Superintendente de Compañías o cuando se conozcan en última instancia administrativa resoluciones de la Superintendencia de Compañías, la presidencia del Consejo la ejercerá el delegado del Presidente de la República”.

<sup>82</sup> Artículo 10, *Ley de Mercado de Valores*, Codificación 1, Registro Oficial No. 215 de 22 de Febrero del 2006.

<sup>83</sup> Artículo 6, *Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores*, Decreto Ejecutivo 390, Registro Oficial No. 87 de 14 de diciembre de 1998.

<sup>84</sup> Artículo 232, *Ley de Mercado de Valores*, Codificación 1, Registro Oficial No. 215 de 22 de Febrero del 2006.

delito, por violaciones a los reglamentos y resoluciones expedidas por el CNV; y, por violaciones a la normativa de autorregulación.

Estas funciones de supervisión y control, que la Ley y el Reglamento a la misma han mencionado someramente, han sido reguladas a nivel de normativa secundaria, mediante la expedición de Resoluciones (CNV-008-06) por parte del CNV.

Otro nivel de control en el mercado de valores ecuatoriano es el desarrollado por las bolsas de valores en el marco de la facultad autorregulatoria que poseen.

Como se ha mencionado anteriormente, al amparo de lo que dispone el inicio final del artículo 43 de la Ley de Mercado de Valores, la autorregulación deberá contemplar normas para la vigilancia y sanción, es decir se les otorga a estos entes autorreguladores la función de verificar el cumplimiento normativo de los sujetos pasivos de la norma autorregulatoria, al estipularse que serán los propios órganos autorreguladores los encargados de sancionar la trasgresión de este tipo de normativa.

A efectos del análisis, es importante tener en cuenta que, por disposición del inciso final del artículo 47 de la Ley de Mercado de Valores es el Directorio de las bolsas de valores el encargado de expedir las normas de autorregulación, al establecer: “Al Directorio le corresponde coadyuvar al desarrollo del mercado bursátil, fijar las políticas institucionales, expedir las normas de autorregulación, velar por el cumplimiento de la ley, de las normas complementarias y de autorregulación, así como controlar y sancionar a sus miembros”<sup>85</sup>.

En este sentido es necesario recalcar que de acuerdo con al artículo mencionado es al propio directorio (ente autorregulador de conformidad con el artículo 43 de la Ley) a quien le corresponde imponer las sanciones derivadas de la violación de disposiciones autorregulatorias.

En mi criterio, para un adecuado sistema de control y sanción al interior del mercado de valores, es necesario que los entes encargados de investigar e imponer las sanciones por violaciones normativas sean entes independientes, no solo frente al órgano emisor de la normativa sino frente a los sujetos obligados por la norma; únicamente con un alto nivel de

---

<sup>85</sup> Artículo 47, *Ley de Mercado de Valores*, Codificación 1, Registro Oficial No. 215 de 22 de Febrero del 2006.

independencia se podrá lograr una eliminación de potenciales casos de conflicto de interés al momento de procesar y sancionar a un partícipe del mercado.

El CNV, al normar las actividades de las bolsas ha dispuesto que estas instituciones tengan una función expresa de control sobre sus miembros<sup>86</sup> y en general sobre los sujetos pasivos de la norma que fuere expedida por las éstas.

El CNV en el artículo 93 del Capítulo I, del Subtítulo IV, del Título II de su Codificación de Resoluciones determinó que las bolsas "vigilarán y controlarán permanentemente el desempeño de las funciones de las casas de valores y de los operadores de valores. De igual manera, lo efectuarán las asociaciones de autorregulación que éstas conformen, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 43 de la Ley"<sup>87</sup>.

En concordancia con esta disposición, el artículo 99 de la misma remisión legal, concerniente a las responsabilidades de las bolsas de valores, establece en los numerales 2 y 11 lo siguiente:

"2. Velar porque las casas de valores miembros, sus representantes, sus operadores y los funcionarios de las bolsas de valores, en el ejercicio de sus actividades, se ciñan a los principios éticos y disciplinarios; y cumplan estrictamente la Ley, las normas reglamentarias y las de autorregulación. (...) 11. Vigilar, controlar y hacer permanentemente un seguimiento de las operaciones de las casas de valores miembros; y verificar la información financiera presentada por éstas y los emisores de valores, valiéndose para ello de los análisis técnicos y legales que elabore internamente"<sup>88</sup>.

Artículos de los que claramente se desprende el hecho de que la Ley y el regulador, han dado a los entes autorreguladores plenas facultades de control y supervisión, para un cabal cumplimiento legal por parte de los partícipes del mercado de valores.

---

<sup>86</sup> Es necesario señalar que, de acuerdo con lo determinado en el artículo 46 de la Ley de Mercado de Valores únicamente son miembros de las bolsas de valores ecuatorianas las casas de valores debidamente autorizadas, es decir aquellas que han sido autorizadas por la Superintendencia de Compañías, han sido autorizadas por las propias bolsas de valores y que cuenten con una cuota patrimonial de la bolsa de valores. Esta condición de tenedor de una cuota patrimonial es una particularidad de nuestra legislación al ser las bolsas de valores corporaciones civiles sin fines de lucro.

<sup>87</sup> Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-008-2006, Ro. Especial 1 de 8 de marzo de 2007.

<sup>88</sup> Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-008-2006, Ro. Especial 1 de 8 de marzo de 2007.



Derivada de la facultad legal y reglamentaria, a nivel autorregulatorio la BVQ, con la expedición de su Reglamento General en marzo de 2007, ha desarrollado diversas disposiciones tendientes a reglamentar esta facultad de control y sanción sobre los partícipes del mercado de valores y en especial sobre sus casas de valores miembros.

Es por este motivo que en el literal k del artículo 4 del reglamento referido, se establece, como ámbito de emisión normativa, la obligatoriedad de desarrollar disposiciones tendientes a regular los procedimientos de control y sanción a los sujetos obligados por la autorregulación.

El esquema de control que actualmente prevé la Ley y el CNV para las bolsas de valores, implica que las éstas directamente ejecuten el control sobre sus casas de valores y demás partícipes, con la implementación de visitas de control, que para el caso de la BVQ, se encuentran sustentadas en el artículo 26 del Reglamento de dicha Institución; sin embargo, por concepto, resulta evidente que en este tipo de esquema de control el ente regulador también es ente de control y sanción, y al ser el este ente regulador conformado en su mayoría por los propios entes regulados, se pueden presentar casos en los cuales puedan existir conflictos de interés en la aplicación normativa.

Si bien el esquema descrito es el imperante en el Ecuador, se ha introducido en nuestro sistema figuras aplicadas en otros mercados, tendientes a ejecutar una separación entre los entes reguladores y los entes controladores y éstos a su vez de los entes regulados; así, la BVQ con la introducción de la figura de la rectoría pretendió eliminar los potenciales problemas que se puedan presentar en el mercado derivados de conflictos de interés, al instituir un órgano completamente separado de la administración de la bolsa al cual le han conferido potestades disciplinarias.

Este ente creado por la BVQ, en aplicación de la autorregulación, ha sido concebido como un órgano independiente del Directorio de la bolsa y de su administración; pero, por la forma de designación de sus integrantes, se ha logrado una independencia relativa de los principales entes regulados, ya que de conformidad con los estatutos de dicha Institución y el artículo 112 de su Reglamento, los vocales de la Rectoría son nombrados por la asamblea general de

miembros de la bolsa, misma que es conformada por los representantes legales de las casas de valores miembros de esa bolsa. Esta injerencia del regulado en el ente de control se plasma aún más en el hecho de que, hay la presencia de vocales denominados internos y de vocales externos, entendiendo a los internos como aquellos pertenecientes a las casas de valores.

Si bien esta mezcla de vocales internos y externos podría ocasionar una inadecuada injerencia del regulado en el ente de control, esta figura tiene su razón de ser, al igual que las razones de sustento de la autorregulación como tal, en la necesidad de contar con gente de mercado para que la toma de decisiones sea precisa y se adecúe a las necesidades y realidades del propio mercado.

De acuerdo con la estructura que la Bolsa de Quito ha dispuesto para este organismo, se lo ha concebido como un cuerpo colegiado, encabezado por un Rector, que tiene una función eminentemente de control disciplinario sobre los partícipes del mercado, es decir su función implica el iniciar un proceso de investigación frente al conocimiento de que un sujeto obligado por la autorregulación presuntamente haya incurrido en una inobservancia normativa.

En el artículo 110 del Reglamento General de la BVQ se circunscribe el ámbito de acción de la Rectoría al establecer que ésta:

"tramitará y evacuará todos los reclamos disciplinarios presentados por: Violación de las normas de autorregulación; Comportamiento de los intermediarios de valores miembros de la BVQ; Comportamiento de los operadores de valores; y, de los funcionarios del sector público autorizados a operar en la BVQ; y, Comportamiento de directores, funcionarios o colaboradores de la BVQ; La Rectoría no podrá conocer de los asuntos que la Ley atribuye a otros organismos de control, o a la potestad judicial o arbitral"<sup>89</sup>.

Disposición de la cual se infiere que su potestad investigativa se limita a violaciones a la norma de autorregulación y a "comportamientos" de diversos partícipes del mercado. Esta distinción a "comportamientos" evidentemente da la pauta para considerar que esta Rectoría podría ser considerada como un ente en capacidad de conocer aspectos éticos en las actuaciones.

---

<sup>89</sup> Artículo 110, Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito.

Esta disposición guarda concordancia con lo preceptuado en el artículo 126 del Reglamento de la Bolsa, en el cual se establecen taxativamente quienes pueden ser sujetos pasivos de los procesos disciplinarios instaurados por la Rectoría, siendo estos las casas de valores, los operadores de valores y los funcionarios del sector público autorizados a operar en la BVQ; los emisores de valores; y, los directores y funcionarios de la BVQ.

Haciendo un símil a lo que sucede en los procesos judiciales seguidos ante la justicia ordinaria en materia civil, se puede concluir que tal y como ha sido reglamentado el proceso disciplinario llevado ante la rectoría, es similar a todo juicio, ya que comporta etapas de investigación y de resolución, respetando los principios de defensa y prueba contenidos en todo tipo de proceso.

Al finalizar dicho procedimiento la Rectoría emite un “dictamen”, en el cual se pronunciará sobre la existencia o inexistencia de responsabilidad disciplinaria, el mismo que constituye opinión vinculante para el Directorio de la Bolsa.

Es necesario recordar que, por disposición del artículo 47 de la Ley de Mercado de Valores, es el directorio de las bolsas de valores el único encargado de imponer sanciones derivadas de violaciones normativas, por lo que la rectoría como tal, no tiene la potestad legal de imponer por sí misma sanciones a los sujetos pasivos de los procesos disciplinarios, teniendo que recurrir para esto al directorio de las bolsas de valores.

Esta imposibilidad de la rectoría, que se traduce en que la sanción vuelva a la esfera del directorio de las bolsas de valores, ocasiona que la independencia buscada en las actuaciones y sanciones pueda ser menoscabada, ya que por lo general los directorios se encuentran conformados por los propios sujetos obligados por las normas de autorregulación.

Si bien este problema ha pretendido ser solucionado con el hecho de que los dictámenes de la rectoría son de obligatorio cumplimiento para el directorio de la bolsa de valores, existen otros factores mencionados anteriormente que podrían generar conflictos de interés en este proceso.

Es necesario concluir que si bien la figura de la rectoría podría tener injerencia de los sujetos pasivos de la norma y por ende verse imbuida de conflictos de interés, es el único esquema del mercado de valores ecuatoriano que ha pretendido eliminar estos problemas con una estructura de avanzada propuesta por la BVQ.

## **4. LA AUTORREGULACIÓN FRENTE AL CONFLICTO DE INTERÉS**

### **4.1 Definiciones**

El tratamiento y concepción que se le ha dado a la figura del conflicto de interés varía según la legislación que se analice y el segmento del mercado al cual se encuentran dirigidas las normas.

Definiciones como que toda situación que pueda darse con ocasión de la prestación de un servicio de inversión, o actividades conexas, de la que pueda derivarse un menoscabo de los intereses de uno o varios clientes, tienen como eje central de la postura a la relación existente para con los clientes de una sociedad o persona y el posible perjuicio que dichos clientes puedan tener en una determinada relación comercial.

Otras definiciones, extraídas del mercado de valores mexicano, hacen hincapié a la simple contraposición de intereses, al sostener que existe un conflicto de interés cuando se produzca la concurrencia en una misma persona o ámbito de decisión de, al menos, dos intereses contrapuestos que podría comprometer la prestación imparcial de un servicio de inversión.

Desde una perspectiva económica, muchos de los problemas originados bajo la óptica del conflicto de interés se pueden resumir en lo que han denominado “problemas de agencia”, entendidos éstos como asimetrías de información. Al respecto Fabozzi ha manifestado que “A esto se le denomina problemas de agencia, en el sentido de que los administradores de la empresa que actúan como agentes para los inversionistas pueden actuar con interés propio en desventaja de los inversionistas”<sup>90</sup>, concepción que si bien es clara en razón del manejo de

---

<sup>90</sup> Fabozzi Frank, Modigliani Franco y Ferri Michael, *Mercados e Instituciones Financieras*, ...pág. 39.

información privilegiada, puede resultar corta en cuanto a los múltiples ámbitos de aplicación o de presencia de potenciales casos de conflictos de interés.

Es evidente que un adecuado manejo del conflicto de interés en las relaciones existentes en el mercado, tiene estrecha relación con el buen gobierno corporativo que las sociedades participantes del mercado deben llevar.

El buen gobierno corporativo ha influido en el manejo de las empresas en relación con el conflicto de interés, por esto de acuerdo con las doctrinas emitidas por la Superintendencia Financiera Colombiana en el año 2003<sup>91</sup>, sobre la base de los principios de Basilea, la influencia del buen gobierno corporativo en esta materia se ha podido evidenciar en aspectos como:

- a. Una junta directiva y una alta gerencia influida de lo que implica el manejo de los diferentes riesgos y el adecuado manejo de los procesos y de la estructura de negocios con el fin de brindarle el apoyo, monitoreo y seguimiento debidos.
- b. Políticas y división de funciones claras y bien determinadas, a fin de que desde la cabeza de la institución, se tenga un manejo integral de las relaciones en las cuales la sociedad interviene, estableciendo áreas y procesos específicos para la detección de actividades generadoras de conflictos de interés.
- c. Canales claros de información sobre posiciones de riesgo y conflictos existentes hacia la directiva de la sociedad.
- d. Contar con una adecuada infraestructura tecnológica, capaz de responder a las necesidades de la compañía y sus clientes, evitando dar tratamientos inequitativos.
- e. Independencia entre las áreas de negociación, control de riesgos y de contabilización.
- f. Alta preparación en las personas encargadas de vigilar las áreas de riesgos.

Otra definición ha sido la esbozada por el Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, ente que ha establecido en el artículo 38.1 del Reglamento de AMV (Artículo

---

<sup>91</sup> Responsabilidad de los administradores, representantes legales y demás funcionarios de las instituciones vigiladas por la Superintendencia Bancaria de Colombia, enero 31 de 2003, tomado de <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/doctrinas2003/conflicinteresgobcorp017.htm>

adicionado por el Boletín Normativo 09 de AMV del 6 de octubre de 2008, aprobado mediante Resolución 1591 de la SFC), que "previstas el artículo 1.1.1.1 de la Resolución 1200 de 1995, la situación en la que incurre quien tiene la posibilidad de tomar decisiones, o incidir en la adopción de las mismas, actuando mediante una relación de agencia, siempre que sus intereses y los de tales terceros, o los intereses de tales terceros entre sí, resulten contrarios e incompatibles"<sup>92</sup>; concepción en la cual aparte de hacer mención a intereses contrapuestos, introduce la idea de la incompatibilidad de los mismos.

En la legislación bursátil ecuatoriana se le ha atribuido al CNV y a los entes autorreguladores la función de regulación en materia de conflictos de interés; así, en el numeral 25 del artículo 9 de la Ley de Mercado de Valores se determina que es una de las funciones del CNV el establecer las normas a fin de prevenir los casos de conflictos de interés en el mercado.

El regulador ecuatoriano ha definido al conflicto de interés como la contraposición de intereses de diversos grupos frente a otros; así, ha estipulado las causales bajo las cuales se puede presentar este tipo de conflictos determinando que "El conflicto de interés se presenta cuando un participante del mercado de valores debe escoger entre la utilidad propia y la de su cliente; la utilidad de un tercero vinculado y la de un cliente; la utilidad de un cliente en detrimento de otros; la utilidad de una línea del negocio en menoscabo de otra; la utilidad de una operación y la transparencia del mercado"<sup>93</sup>; definición de la que claramente se puede extraer el énfasis en el manejo de las relaciones con los clientes de los distintos partícipes del mercado.

Si bien es cierto que la concepción y enfoque de las causales de presencia de conflicto de interés se encuentran direccionadas al manejo de clientes; estas causales, por la indeterminación que presentan, son plenamente aplicables a las relaciones clientelares de todo partícipe,

---

<sup>92</sup> Autorregulador del Mercado de valores de Colombia, Reglamento de AMV, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>.

<sup>93</sup> Artículo 2 del capítulo V, del Título VII, Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-008-2006, Ro. Especial 1 de 8 de marzo de 2007.

entendiendo como tal a las casas de valores y a sus clientes, a las bolsas de valores y a sus clientes, etc.

#### **4.2 Obligaciones frente al Conflicto de Interés**

El CNV ha determinado cuales son las obligaciones de los diversos entes del mercado frente al conflicto de interés en el artículo 2 del Capítulo V, del Título VII de la Codificación CNV. De esta disposición de la que se puede extraer que:

- En el Ecuador debe primar, en las relaciones de los partícipes del mercado, los principios de justicia y equidad.
- Debe operar una notificación a los clientes sobre los potenciales conflictos en los cuales se pueda incurrir. Es obligación de todo partícipe el comunicar a la Superintendencia de Compañías y a las bolsas de valores cuando se pueda producir un potencial caso de conflicto de interés.
- Frente a la presencia de éstos casos, es obligación del partícipe del mercado que incurrió en este conflicto, el suspender los actos que lo generaron, hasta que el cliente de su consentimiento por escrito de continuar con el negocio.
- Se debe mantener adecuados niveles de gobierno corporativo al interior de las entidades, a fin de que no se produzcan duplicación ni concentración de funciones.
- Los autorreguladores tienen la obligación de expedir normativa que regule los procedimientos para prevenir y resolver casos en los cuales se presente un conflicto de interés.

Tras la revisión de la normativa autorregulatoria de las bolsas de valores y de las asociaciones gremiales en el Ecuador, no existe disposición legal a este nivel, desarrollada por los autorreguladores tendiente a prevenir el conflicto de interés. El CNV ha dispuesto en el artículo 3 del capítulo V, del Título VII, de su Codificación de Resoluciones que "Las entidades que de acuerdo a la Ley de Mercado de Valores tengan la potestad de autorregulación, deberán contar con un documento en el que se describan los procedimientos para prevenir y resolver los

conflictos de intereses que se presenten entre sus miembros, así como entre éstos y el propio organismo autorregulatorio"<sup>94</sup>.

El enfoque que el regulador ha dado a las disposiciones que los autorreguladores deben emitir en esta materia, tiene la intención de prevenir estos conflictos, para el caso de las bolsas de valores, en relaciones que mantengan sus casas de valores miembros y viceversa.

### **4.3 Función normativa de las Bolsas de valores**

Al respecto es necesario tener presente que, si bien las casas de valores se relacionan con las bolsas en muchos aspectos (por el mismo hecho de que las bolsas les proveen los sistemas de negociación, de información, de compensación), una de las principales relaciones que surgen entre las bolsas de valores y las casas, se deriva de la autorregulación expedida por las bolsas, de la cual las casas son sujetos pasivos.

La autorregulación surge, bajo esta óptica, como el hilo de conexión entre estas dos instituciones en materia normativa; por esto, en razón de que las bolsas son autorreguladores, de que las casas de valores son sujetos pasivos de la autorregulación y en razón de que las casas de valores son los "dueños" de las bolsas, que se pueden presentar diversos aspectos que se pueden traducir en la autorregulación a ser expedida.

Por la relación y vínculo de propiedad referido, pueden existir conflictos de interés en la función misma de las bolsas de expedir normativa; así, de presentarse el supuesto de que las bolsas, con conocimiento de causa, emitan normas que no son suficientes para regular una determinada relación jurídica, las emiten de forma deficiente o mal o simplemente no las emiten, se presentará un caso de conflicto de interés de la propia bolsa y de sus casas de valores miembros para con el mercado en general.

Haciendo un símil a la definición que el CNV ha dispuesto para estos conflictos, se podría encuadrar en la "utilidad de una operación frente a la transparencia del mercado", o la utilidad de un "cliente", partiendo del hecho de que el principal cliente de las bolsas de valores son sus

---

<sup>94</sup> Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-008-2006, Ro. Especial 1 de 8 de marzo de 2007.



casas de valores, en detrimento del propio mercado. Es en este punto en el cual se nota que la definición traída por el regulador podría quedarse corta frente a las posibilidades que se pueden presentar.

En mi opinión la posible presencia de conflicto de interés en el proceso mismo de emisión normativa, por la relación actual que tienen las bolsas y casas de valores en el Ecuador, puede verse prácticamente controlado por la tendencia actual de la desmutualización de las bolsas de valores, lo que implicaría que no solo los intermediarios de valores sean dueños de éstas, sino cualquier persona, por el hecho de que las acciones de la propia bolsa serían cotizadas en el mercado. Este hecho de que otro tipo de sujetos sean también dueños del ente autorregulador podría minimizar el interés directo que actualmente solo tienen las casas de valores; claro está que a mi modo de ver este mejor control del conflicto de interés necesariamente va de la mano con otro tipo de reformas en cuanto a la independencia de los entes autorreguladores.

Una crítica que ha sufrido la autorregulación, ha sido en función del control normativo, ya que se ha argumentado que existe un alto grado de casos en los cuales exista conflicto de interés, ya que al confundirse en una misma persona la calidad de autorregulador, controlador y juzgador, podrían existir muchos casos en los cuales la contraposición de intereses implique que una de las dos partes intervinientes en una determinada relación podría tener un perjuicio. Esta postura se ha sustentado en el análisis de la ausencia de intervención coactiva por parte del Estado; así, ciertas algunas tendencias indican que "Por el contrario, el costo de no contar con intervención estatal podría verse reflejado en el precio que se pagarla por las fallas del mercado que no son corregidas, caso en el cual los agentes actuarían con oportunismo, buscando la maximización de su propio beneficio, en el desarrollo de conductas racionales que persiguen la maximización de sus retornos individuales"<sup>95</sup>.

---

<sup>95</sup> (Blanco Barón, Constanza. "El nuevo esquema de control del mercado financiero —La Superintendencia Financiera de Colombia— Comentarios desde lo económico". Revista de Derecho y Economía Contexto No. 24 Primer Cuatrimestre de 2008. Universidad Externado de Colombia, p. 77, citado por Omar Alfonso Ochoa Maldonado, Autorregulación del Mercado de Valores: Profundización del Mercado o Relativización del Control Estatal, Misión Jurídica Revista de Derecho y Ciencias Sociales, enero - diciembre de 2009, pág. 221.)

Por otra parte, quienes defienden al sistema autorregulatorio sostienen que el mismo hecho de que los propios miembros de un grupo sean los que controlan el cumplimiento normativo, vuelve procesos más estrictos de supervisión; ya que apoyándose en estadísticas, han manifestado que se han verificado un mayor número de procesos y de sanciones en los casos en los cuales el fiscalizador es privado, a diferencia de lo que sucede con el Estado como fiscalizador.

En la legislación bursátil ecuatoriana no se han establecido procedimientos para prevenir el conflicto de interés entre los partícipes del mercado, ni a nivel reglamentarios ni a nivel autorregulatorio, a diferencia de lo que sucede en otras legislaciones en las cuales los propios entes autorreguladores se han encargado de emitir políticas y procesos para identificar este tipo de casos.

En derecho comparado, al regular los procesos de prevención de conflictos de interés, existe la tendencia a identificar los diferentes grupos con los cuales los diversos partícipes del mercado pueden tener relación. En el caso específico de los entes autorreguladores es necesaria la identificación de los grupos con los cuales este ente mantiene una relación, sea esta derivada de su rol en el mercado, o derivada de sus propias actividades como sociedad. La agrupación en función de los intereses, permite tener un adecuado manejo de las relaciones con cada uno de los grupos, es decir, para el caso de un ente cuya función es autorregular, el estar en capacidad de emitir normativa correcta para cada grupo, sin perjudicar al resto de partícipes.

El Autorregulador del Mercado de Valores Colombiano constituye uno de los ejemplos de la agrupación en función de los intereses; así, de conformidad con el artículo 14 del Código de Gobierno Corporativo del Autorregulador, "los principales grupos con los que mantiene relación son: Intermediarios miembros, asociados autorregulados voluntariamente, sus personas naturales vinculadas y los asociados a AMV; Funcionarios; Proveedores y Acreedores; Estado (organismos de regulación, de control y vigilancia del Estado); Entidades con las cuales se hayan suscrito memorandos de entendimiento o acuerdos de colaboración; y, público

inversionista"<sup>96</sup>. Para cada uno de los grupos identificados se ha desarrollado principios específicos para regular las relaciones con cada uno; sin embargo, de conformidad con el propio Código de Gobierno Corporativo los dos pilares básicos sobre los cuales los principios específicos han sido desarrollados son "El flujo adecuado de información y el mantenimiento de adecuadas relaciones que AMV sostiene con las personas, entidades u organizaciones que forman parte de los grupos de interés"<sup>97</sup>.

Frente a la identificación de un caso de conflicto de interés en la legislación colombiana, se ha adoptado un sistema muy similar al que el CNV ecuatoriano ha dispuesto; pues la administración de este tipo de casos en ambos sistemas se maneja prácticamente de la misma manera. En esta línea, el artículo 74 del Código de Gobierno Corporativo antes mencionado, establece:

“Si no fuere posible prevenir la ocurrencia de conflictos de interés, los funcionarios de AMV deberán administrarlos de la siguiente manera. 1. Siempre deberán revelar el conflicto de interés al superior jerárquico. 2. Una vez revelado, el funcionario o administrador podrá escoger una de las siguientes alternativas: a. Se abstiene: La abstención consiste en apartarse de participar o intervenir de cualquier manera, directa o indirectamente, en las deliberaciones o decisiones y demás actividades propias del ámbito de sus funciones, respecto de la situación de conflicto de interés identificada. b. Enerva el conflicto mediante la revelación plena y a obtención de autorización previa. En este caso, el administrador o funcionado debe revelar plenamente y por escrito la información relacionada con el conflicto de interés al Comité de Gobierno Corporativo y de Admisiones, el cual podrá autorizar la actuación cuando considere que de acuerdo con la materialidad del conflicto de interés, éste se ha enervado mediante la revelación plena. Cuando se tenga duda sobre la existencia de un conflicto de interés, los funcionarios deberán proceder como si se estuviera frente a un conflicto de interés"<sup>98</sup>.

Disposición de la cual se extraen los siguientes principios básicos, similares a los aplicados en el Ecuador:

---

<sup>96</sup> Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Código de Gobierno Corporativo*, en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1|10|0>.

<sup>97</sup> Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Código de Gobierno Corporativo*, en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1|10|0>.

<sup>98</sup> Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Código de Gobierno Corporativo*, en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1|10|0>.

- a. Revelación del conflicto, que en el caso colombiano es ante los superiores de la propia entidad, mientras que en el Ecuador es ante la Superintendencia de Compañías.
- b. Abstención en caso de presencia de conflicto de interés, misma que es la regla en el Ecuador y en Colombia es una posibilidad.
- c. En caso de duda se deberán aplicar los procedimientos como si efectivamente se tratara de un conflicto de interés.

Es importante tener en cuenta que la adopción de políticas, procedimientos y mecanismos para la identificación, prevención y solución de casos en los cuales se presente un conflicto de interés, no se puede quedar únicamente en manos de los entes autorreguladores, a fin de normar las relaciones de éstos con los demás partícipes del mercado, sino que es necesario que cada partícipe del mercado desarrolle sus propias políticas y procedimientos internos en esta materia; por esto, en el caso del mercado de valores ecuatoriano, los intermediarios de valores deberían adoptar políticas e implementar los procedimientos que sean necesarios para prevenir y administrar los conflictos de interés en relación con sus actividades de intermediación de valores, sin perjuicio del cumplimiento de la normativa que regula el conflicto de interés frente al resto de partícipes del mercado.

En el capítulo siguiente se analizará cuales han sido los sistemas que han sido adoptados por los diferentes países al momento de implementar la autorregulación de los mercados de valores, haciendo especial énfasis en esquemas como el colombiano en donde existe una estructura de autorregulador independiente. Sobre la base de los elementos a ser analizados y de los antecedentes expuestos en el presente capítulo en cuanto a la realidad actual de nuestro ordenamiento, se verificará la necesidad de una reforma sustancial en nuestro mercado de valores.

### **CAPÍTULO III**

## **APLICACIÓN DEL MODELO DE AUTORREGULADOR INDEPENDIENTE EN DERECHO COMPARADO**

### **1. SITUACIÓN ACTUAL DE LOS AUTORREGULADORES EN DERECHO COMPARADO**

A nivel mundial existen diferentes modelos de autorregulación adoptados por cada una de las legislaciones en función de sus realidades. Cada uno de estos modelos se diferencia del resto por la connotación en la cual tanto el regulador como el autorregulador ejercen sus funciones.

Doctrinariamente, de acuerdo con el criterio expresado por Mauricio Rosillo Rojas en conferencia en la Primera Reunión de Autorreguladores de América el 13 de noviembre de 2008, se ha concebido la existencia de tres tipos de modelos, uno denominado de gobierno, uno flexible y uno de cooperación.

El de "gobierno", implantado en países como Alemania, Japón, Francia, entre otros, se caracteriza por que el Estado tiene gran injerencia en el mercado de valores manteniendo una autoridad directa sobre el mercado.

El "Flexible", utilizado en Australia, Hong Kong, Inglaterra, entre otros; se caracteriza por que el mercado tiene potestad de dirigirse; pero, el Estado fija las políticas y parámetros sobre los cuales los diferentes partícipes del mercado tendrán que ejecutar sus actividades.

En el modelo de "cooperación", utilizado en sistemas como el estadounidense, el canadiense y el colombiano, en el cual los entes autorreguladores tienen amplias facultades en el mercado de valores; pero el Estado todavía conserva sus funciones de supervisión y sanción.

Existen sistemas de autorregulación en función del órgano u órganos encargados de emitir esta normativa, de acuerdo con la "Autorregulación del Mercado de Valores Una Realidad En

Nuestro País", publicado en la revista La Semana Económica, publicada por Asobancaria<sup>99</sup>. Esquemas en los cuales hay un único autorregulador para todo el mercado; esquemas de múltiples autorreguladores, en los cuales cada autorregulador tiene un grupo sobre el cual tiene injerencia, tal y como sucede en el sistema canadiense; esquemas en los cuales las bolsas de valores tienen función autorreguladora, sea esta ejercida por la propia bolsa o por órganos independientes dentro de la misma bolsa; y, finalmente esquemas caracterizados por la existencia de un autorregulador principal y varios entes autorreguladores con funciones específicas, aplicado por ejemplo en países como México, con BMV, AMIV y MEXDER.

Ciertos analistas han considerado que en América Latina, salvo Colombia, los sistemas autorregulatorios no son desarrollados y han conceptualizado a estos modelos como una "autorregulación *light*", en la cual no se ven bien cimentados los pilares normativos, de control y supervisión.

Es importante mencionar como el sistema autorregulatorio ha sido concebido en derecho comparado, es por este motivo que se ha considerado prudente el analizar algunas legislaciones en lo concerniente con sus sistemas normativos bursátiles, entre las que se puede destacar:

### **1.1 Regulación en Estados Unidos**

En este país la regulación de los mercados financieros y de valores se encuentra en manos tanto del gobierno federal como estatal; sin embargo, por la preponderancia de este tema, la mayor cantidad de normativa es emitida por el gobierno federal.

Por la forma como ha sido estructurada la legislación y el sistema normativo en los Estados Unidos se puede sostener que en este sistema se ha hecho especial énfasis en regular lo que se ha denominado "reglamentación de la declaración", misma que comprende el reglamentar el adecuado flujo de información de quienes van a emitir valores hacia quienes los van a comprar; es decir, es normativa enfocada en proteger a los inversionistas con niveles adecuados de información para una toma de decisión de inversión bien fundamentada, teniendo presente que la idea no es restringir valores con altos niveles de riesgo a la cotización, sino que el

---

<sup>99</sup> <http://www.asobancaria.com/portal/pls/portal/docs/1/758134.PDF>

inversionista sea consciente del riesgo que está adquiriendo. Es decir se ingresa en el análisis del mercado “eficiente”, entendido este como el mercado en el cual existe una correcta asignación de precios en base la información previamente proporcionada de acuerdo a lo expuesto por Fabozzi<sup>100</sup>.

Si bien el sistema norteamericano implica un esquema en el cual el sistema federal es el órgano encargado de regularlo, se ha contemplado la existencia de entidades autorregulatorias en este mercado, denominadas *Self Regulation Organizations*; así, a decir de Fabozzi:

“Las casas de cambio organizadas, tal como la *New York Stock Exchange* y la *American Stock Exchange*, también tiene un papel en la reglamentación la poner las condiciones para las acciones y bonos comerciados que listan y por el monitoreo de las relaciones de los corredores con el público. Sobre este punto la *National Association of Securities Dealers* (NASD) es un contribuyente importante a la reglamentación del comercio. La NASD es una organización autorreglamentada (o SRO por sus siglas en Ingles), cuyos miembros deben satisfacer determinados estándares de conducta en la emisión de valores y su venta al público. Otros mercados financieros de Estados Unidos también tiene sus propias SRO”<sup>101</sup>.

De lo que se puede inferir que el ámbito de la autorregulación en el sistema norteamericano implica no solo disposiciones tendientes a regular los valores a ser cotizados, sino las conductas de los miembros del mercado frente al público en general<sup>102</sup>.

## 1.2 Regulación en Japón

"En Japón se estima que uno de los propósitos fundamentales de la Ley sobre Mercado de valores promulgada en 1948 era la protección de los inversionistas y que en modificaciones posteriores a esa Ley, unos de los puntos más relevantes ha sido el establecimiento de controles más estrictos y supervisión de las firmas de intermediarios de valores”<sup>103</sup>.

---

<sup>100</sup> Fabozzi Frank, Modigliani Franco y Ferri Michael, *Mercados e Instituciones Financieras*, ... pág. 45.

<sup>101</sup> Fabozzi Frank, Modigliani Franco y Ferri Michael, *Mercados e Instituciones Financieras*, ... pág. 42.

<sup>102</sup> En la actualidad el ente autorregulador del mercado de valores norteamericano es la Financial Industry Regulatory Authority (FINRA), la misma que surgió el 30 de julio de 2007 y fue el resultado de la fusión de la National Association of Securities Dealers (NASD) y la dependencia de regulación, ejecución y arbitraje de la New York Stock Exchange (NYSE).

<sup>103</sup> Securities Market in Japan- 1986 Publicado por el Japan Securities Research Institute, Pág. 203, citado por [Trucco Burrows](#) Eduardo, *Las Bolsas de Valores y su Reglamentación*, Santiago, Ediar - Consur, 1999, pág. 30.

En el sistema japonés el Ministerio de Finanzas es el órgano encargado de regular el mercado de valores, potestad que se traduce tanto en la facultad de emisión normativa, como la función de supervisión y control sobre las casas de bolsa miembros de la Bolsa de Tokio.

Haciendo un símil a lo que sucede en el mercado de valores norteamericano, en Japón también se ha adoptado un sistema caracterizado por las "declaraciones", es decir se da mayor preponderancia al correcto flujo de información hacia los mercados y por ende hacia los inversionistas.

En este sistema se ha previsto la potestad de los entes de mercado de expedir sus propias disposiciones; así, la Bolsa de Tokio es un ente autorregulador de conformidad con el denominado documento de "Incorporación de la Bolsa de Valores de Tokio Inc." de 1 de noviembre de 2007, en el cual se da las pautas para que esta entidad tenga plena potestad normativa sobre el mercado, correspondiendo esta atribución a su directorio o junta directiva.

Es necesario señalar que en este sistema si bien la regulación formal o positiva prima en los mercados de valores, por la cultura de esta nación también se ha dado mucha importancia a reglas no escritas en el manejo de los negocios en el mercado de valores, es decir, se da mucha importancia a la costumbre como fuente del derecho.

### **1.3 Regulación en Alemania**

En el sistema germano, al igual de lo que sucede con el sistema japonés y norteamericano, se ha dado mucha importancia a que la regulación contribuya a un adecuado manejo de información para los inversionistas.

En este país existe un modelo de regulación distinto, ya que no se trata de una regulación formal, emitida por autoridad estatal, ni tampoco una regulación netamente en manos de los privados. Si bien es cierto que el Bundesbank tiene potestad reglamentaria, la mayoría de las regulaciones emitidas son el resultado de un proceso de participación conjunta por parte del Estado y del sector privado, pues los principales partícipes del mercado de valores, que son las casas de bolsa, tienen un rol determinante en la emisión normativa al ser parte de su elaboración, por esto:



"Existen ocho casas de bolsa alemanas, y el gobierno estatal donde está ubicada la casa es reglamentador importante del intercambio. En una forma que recuerda al SRO americano, el gobierno obtiene asistencia del consejo directivo de la casa de bolsa, elegido por representantes de empresas (en especial bancos) que pertenecen a dicha bolsa. El Consejo autoriza la membresía y los valores a ser comerciados y hace cumplir las reglas del intercambio"<sup>104</sup>.

#### **1.4 Regulación en el Reino Unido**

El sistema inglés también es declarativo en cuanto al manejo de información, es decir la normativa de este país está encaminada a regular las relaciones entre emisores e inversionistas por el adecuado manejo de información.

Tradicionalmente el sistema normativo inglés ha sido concebido, como un sistema de primacía de la autorregulación; así, a decir de Rob Baggott: “por décadas Gran Bretaña ha sido percibida como el cielo de la autorregulación (...) Los servicios financieros, notablemente el mercado de valores, los seguros y el sector bancario desarrollaron una larga historia de autorregulación y profesiones como la ingeniería, el derecho y la medicina históricamente mantuvieron su autonomía con sus propias organizaciones y reglas para regular sus sectores”<sup>105</sup>.

En esta legislación la autorregulación era descrita como "*club government*" o regulación de caballeros. En el proceso evolutivo de la autorregulación en los mercados ingleses, se vio un paulatino cambio de paradigma de un sistema de autorregulación total y libre por un sistema de mayor intervención estatal; cambio sustentado en la idea de que existió un proceso de influencia de ciertos sectores sobre la emisión normativa, proceso que se atribuyó a lo que en Inglaterra denominaron que “a los caballeros se juntaron jugadores”, lo que generó mayores niveles de desconfianza y aversión al riesgo.

---

<sup>104</sup> O.W. Breycha, German Equity Markets, en la edición de Jess Lederman y Keith K.H. Parks The Global Equity Markets (Chicago: Probus Publishing Company, 1991, p 132, citado por Fabozzi Frank, Modigliani Franco y Ferri Michael, Mercados e Instituciones Financieras México, Prentice Hall, 1996, pág. 46.

<sup>105</sup> Rob Baggott, Regulatory Reform in Britain: The Changing Face of Self-Regulation, (1989), citado en Henao Marino Tadeo, Autorregulación: Reino Unido: Del Club Inglés Del Siglo XIX, A Las Reglas De La Sociedad Global, en <http://es.scribd.com/doc/2885141/AUTORREGULACION-EN-EL-REINO-UNIDO-DEL-CLUB-INGLES-DEL-SIGLO-XIX-A-LAS-REGLAS-DE-LA-SOCIEDAD-GLOBAL>.

En la Ley de Servicios Financieros de 1986 se determinaba que prima en este sector la autorregulación y definió lo que se consideraba como una SROs, al establecer que es "Una organización que regula la ejecución de negocios de inversión mediante reglas que obligan a las personas que realizan esa clase de negocios porque pertenecen a la organización o porque, según la naturaleza de su actividad, están sujetos a su control" (*Section 8(1), the Financial Services Act*)<sup>106</sup>.

Actualmente el esquema normativo imperante en el Reino Unido, tras un análisis esbozado por la OCDE, da la pauta para considerar a este como un sistema en el cual la autorregulación va ganando cada vez más terreno a la regulación formal.

### **1.5 Regulación en Perú**

En la legislación peruana el ente regulador y controlador del mercado de valores se lo conoce como CONASEV, entidad que se encarga de emitir las políticas y condiciones bajo las cuales los diferentes partícipes del mercado pueden ejercer sus actividades.

De conformidad con el artículo 131 de la Ley de Mercado de Valores peruana, las bolsas de valores tienen una facultad autorregulatoria al determinar:

“Las bolsas tienen la facultad de reglamentar la negociación y las operaciones que se celebren a través de los mecanismos centralizados de negociación bajo su conducción, así como la actividad de los agentes de intermediación en dichos mecanismos. Adicionalmente y mediante autorización de CONASEV las bolsas podrán ejercer las siguientes facultades: a) Facultad normativa, que implica la emisión de normas que aseguren el correcto funcionamiento de la intermediación de valores; b) Facultad de supervisión, que implica la vigilancia del cumplimiento de las normas del mercado y reglamentos de autorregulación por parte de los intermediarios; y, c) Facultad disciplinaria, que implica la aplicación de sanciones a los agentes de intermediación que operen en los mecanismos

---

<sup>106</sup> Section 8(1) of the Financial Services Act 1986 define las organizaciones de autorregulación (SROs, por su sigla en inglés): “a body (whether a body corporate or an unincorporated association) which regulates the carrying on of investment business of any kind by enforcing rules which are binding on persons carrying on business of that kind either because they are members of that body or because they are otherwise subject to its control”. Angelina Kwan (“Self-Regulatory Regulatory Organisations, SROs”) en el Regional Seminar on Supervision of Market Intermediaries and Risk Management (July 2002) menciona como ejemplos: SFA, IMRO, PIA, SIB, citado en Henao Marino Tadeo, Autorregulación: Reino Unido: Del Club Inglés Del Siglo XIX, A Las Reglas De La Sociedad Global, en <http://es.scribd.com/doc/2885141/AUTORREGULACION-EN-EL-REINO-UNIDO-DEL-CLUB-INGLES-DEL-SIGLO-XIX-A-LAS-REGLAS-DE-LA-SOCIEDAD-GLOBAL>.

centralizados bajo su conducción que incumplan las normas del mercado y reglamentos de autorregulación”<sup>107</sup>.

El tratamiento que en la legislación peruana se da a la autorregulación implica la posibilidad de que esta facultad no solo sea ejercida por las bolsas de valores, sino por otra entidad, pero siempre bajo los parámetros y aprobaciones del órgano regulador y controlador del mercado.

En el inciso final del mencionado artículo 131 se determina que la función de autorregulación no implica el ejercicio de una función pública, aclaración que puede servir de sustento para la distinción de si el marco jurídico se encuentra en manos del derecho público o del derecho privado, con los efectos que esta distinción implica.

### **1.6 Regulación en Chile**

En Chile, toda bolsa de valores para poder operar, debe haber adoptado todas las reglamentaciones internas que le manda la ley, de conformidad con el artículo 42 de la Ley 18.045. Dentro de esta potestad normativa que se les ha otorgado a las bolsas, se les ha conferido la responsabilidad de determinar derechos y obligaciones de los corredores de bolsa mediante normas tendientes a promover principios justos y equitativos en las transacciones de bolsa y a proteger a los inversionistas de fraudes y otras prácticas ilegítimas y en general normas para regular toda la operativa bursátil y relaciones de los partícipes del mercado para con el público inversionista.

Derivada de esta potestad reglamentaria, se han esgrimido diversos mecanismos para la emisión normativa antes mencionada, prueba de ello es que entidades como la Bolsa Electrónica de Chile ha conformado cuerpos colegiados encargados de esta facultad, como lo que ocurre con el Comité de Autorregulación<sup>108</sup>.

---

<sup>107</sup> Artículo 131 del Texto Único Ordenado (TUO) de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Supremo N° 93-2002, tomado de <http://www.conasev.gob.pe/>

<sup>108</sup> Comité que se encuentra regulador por el Reglamento del Comité de Autorregulación de la Bolsa Electrónica de Chile, autorizado por la Superintendencia de Valores y Seguros Chilena, mediante Resolución Exenta N° 063 del 31 de Enero de 2008 y que fue creado en virtud del artículo 18° de los Estatutos de la Bolsa Electrónica de Chile.

Este Comité, integrado de conformidad con el artículo 3 del Reglamento que lo regula por miembros del directorio de la bolsa, tiene una función eminentemente de control sobre los corredores de valores y partícipes del mercado.

### **1.7 Regulación en México**

En la legislación bursátil mexicana la Ley de Mercado de Valores ha regulado el tratamiento que en dicho país se va a dar a los sistemas autorregulatorios.

En el artículo 228 de dicha Ley se determinó el alcance de los órganos autorreguladores al determinar:

“Los organismos autorregulatorios tendrán por objeto implementar estándares de conducta y operación entre sus miembros a fin de contribuir al sano desarrollo del mercado de valores. Las bolsas de valores y las contrapartes centrales de valores, por ministerio de esta Ley, tendrán el carácter de organismos autorregulatorios. Adicionalmente, contarán con el referido carácter aquellas asociaciones gremiales de intermediarios del mercado de valores o de asesores en inversiones que sean reconocidos por la Comisión, previo acuerdo de su Junta de Gobierno”<sup>109</sup>.

Es decir en el sistema mexicano, al igual de lo que sucede en el Ecuador, no solo las bolsas de valores ostentan la calidad de entes autorreguladores, sino que otras entidades también pueden serlo.

De conformidad con el numeral VIII del artículo 244 del mismo cuerpo legal, es atribución de las bolsas de valores el “Expedir normas de autorregulación que reglamenten sus actividades y las de sus miembros y vigilar su cumplimiento para lo cual podrán imponer medidas disciplinarias y correctivas, (...)”<sup>110</sup>. Es importante destacar que en este sistema las contrapartes centrales de valores y los gremios de asesores de inversores (artículo 225 de la misma ley), tienen también la calidad de entes autorreguladores.

El modelo mexicano es similar al que actualmente impera en el Ecuador, ya que las normas de autorregulación no requieren de aprobación por parte de la Comisión de Valores (El regulador - controlador mexicano), es decir se podría interpretar como un sistema de

---

<sup>109</sup> Artículo 228, Ley de Mercado de Valores de México, Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005, en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>.

<sup>110</sup> Artículo 244, Ley de Mercado de Valores de México, Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005, en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>.

autorregulación libre; sin embargo, dicha Comisión tiene el poder de veto de estas normas al amparo de lo que establece el numeral 1 del artículo 231 de la Ley mexicana mismo que preceptúa: “La Comisión tendrá facultades para: **I.** Vetar las normas de autorregulación que expidan los organismos autorregulatorios. (...)”<sup>111</sup>

En esta legislación, al igual de lo que sucede con la ecuatoriana, el órgano regulador es el ente encargado de dictar las políticas sobre las cuales se desarrollará el mercado; así, a decir de Eduardo Trucco Burrows:

“La Comisión Nacional de valores queda dotada de amplias y bien determinadas facultades, para regular el mercado, tanto por lo que se refiere a emisores, como en lo que toca a los agentes y bolsas de valores, y teniendo presente que las Bolsas y otras instituciones puede contribuir sustancialmente con su experiencia en distintos terrenos, a la formación de criterios y a la expedición de reglamentos adecuados por parte de la Comisión, se ha previsto un comité consultivo, en el que ellas están representadas”<sup>112</sup>.

Es decir a parte de la facultad autorregulatoria, la injerencia en el mercado de los partícipes como son las bolsas es alta, ya que incluso son tomados en cuenta en las propias funciones internas del órgano regulador.

## **1.8 Regulación en Argentina**

El mercado de valores argentino ha introducido la figura de la autorregulación en los mercados financieros y de capitales como forma de producción normativa por parte del sector privado. Se tiene la concepción de que “En Argentina se sostiene que la regulación se vincula con la eficiencia del mercado, de tal forma que cuando el mercado tiene videntes imperfecciones en cuanto a la actuación de la oferta y de la demanda y del entorno económico que lo configura, se hace necesaria la regulación para ofrecer a los partícipes del mercado iguales condiciones y oportunidades”<sup>113</sup>.

---

<sup>111</sup> Artículo 231, Ley de Mercado de Valores de México, Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005, en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf>.

<sup>112</sup> [Trucco](#) Burrows Eduardo, *Las Bolsas de Valores y su Reglamentación*, Santiago, Ediar - Consur, 1999, pág. 30.

<sup>113</sup> Posición sostenida por Eduardo Bacqué en un artículo titulado “Regulación, eficiencia internacional y responsabilidad en el mercado de capitales, en Boletín FIABV No. 2 pág. 65 citado por el actual Presidente de la FIABV, profesor Fernando Vidal R. en su trabajo “la Bolsa de valores. Aspectos Jurídicos”, *Separata de Derecho*. No. 40, 1986, Perú, pág. 292, citado por [Trucco](#) Burrows Eduardo, *Las Bolsas de Valores y su Reglamentación*, Santiago, Ediar - Consur, 1999.

En la Ley 17.811 referente a la Oferta Pública de Títulos Valores, se ha manifestado la importancia del incentivo a la autorregulación en los mercados al determinarse que se debe "Otorgar una mayor responsabilidad a los mercados de valores, acorde con la importancia que han adquirido en la actualidad, la naturaleza de las funciones que realizan y los principios de autorregulación que orientan la moderna legislación nacional y extranjera respecto de ciertas profesiones que revisten un determinado interés público"<sup>114</sup>; y de la misma manera se establece "El art. 45 delega en los mercados de valores la reglamentación del ejercicio de las funciones de los agentes de bolsa, ratificando también en ese aspecto, el principio de autorregulación de dichas entidades"<sup>115</sup>, disposición de la que se infiere que si bien el sistema autorregulatorio impera en Argentina, en muchos cuerpos normativo de este país, dicha potestad no se la halla expresamente incluida.

En Argentina, a diferencia de lo que sucede con el Ecuador, las normas de autorregulación deben ser aprobadas por parte del regulador, es decir tienen un sistema de autorregulación reglada; ya que de conformidad con el artículo 3 de la Sección XVIII.1.3 de las Normas de la Comisión Nacional de Valores:

"Las normas reglamentarias dictadas por los mercados de valores en ejercicio de su potestad de autorregulación, deberán ser aprobadas por la Comisión previamente a su entrada en vigencia. A tal fin, estas entidades deberán remitir a la Comisión la normativa reglamentaria dictada y la documentación involucrada, con una antelación de DIEZ (10) días hábiles bursátiles a la fecha de entrada en vigencia prevista. La Comisión no otorgará conformidad a las normas reglamentarias que no contengan un análisis del "valor a riesgo" ("value at risk") implícito en la operatoria por ellas regulada, cuando tal análisis resulte necesario por el tipo de operatoria en cuestión"<sup>116</sup>.

Lo que implica que el regulador argentino debe expresar su conformidad con las normas propuestas.

---

<sup>114</sup> Punto 19, Ley 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores, B.O.: 22/07/1968, tomada de <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/Leyes/esp/LEY17811.htm>

<sup>115</sup> Ley 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores, B.O.: 22/07/1968, tomada de <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/Leyes/esp/LEY17811.htm>

<sup>116</sup> Comisión Nacional de valores, *Texto Ordenado Normas de la Comisión Nacional de Valores*, en <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/CNV/esp/TOC2001.pdf>

Este esquema de aprobación previa de las normas de autorregulación en los mercados financieros y de valores argentinos rige tanto para el mercado bursátil de conformidad con la disposición señalada, como para autorreguladores no bursátiles de acuerdo a lo prescrito en el artículo 13 de la Sección XIX.11 de las Normas de la Comisión Nacional de Valores.

Disposiciones tendientes a la aplicación de la potestad autorregulatoria se las puede apreciar en las propias normas internas de los partícipes del mercado; así, en el Estatuto Social del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (MERVAL)<sup>117</sup> se ha dispuesto que dicha sociedad tendrá por objeto, entre otros, "Determinar y reglamentar las operaciones que realicen los Agentes de Bolsa y las Sociedades y demás personas físicas o jurídicas mencionadas en el inciso a); dictar las normas para el ejercicio de sus funciones; establecer los libros, registros y documentos que han de utilizar, así como fiscalizar su cumplimiento"<sup>118</sup>.

### **1.9 Regulación en Venezuela**

En Venezuela se aprecia una nula potestad normativa concedida al sector privado, pues se ha constituido un ente regulador y controlador estatal como es la Superintendencia Nacional de Valores, que se encarga de dictaminar todas las políticas sobre las cuales el mercado de valores se desenvolverá.

De conformidad con el artículo 8 de la Ley de Mercado de Valores venezolana es potestad de la Superintendencia el regular las actividades de todos los partícipes del mercado y en concordancia con esta disposición, el artículo 25 de este cuerpo normativo establece que "La Superintendencia Nacional de Valores, dictará normas que regulen la Constitución de la junta directiva de las bolsas de valores, atribuciones, deberes y su reglamento interno de

---

<sup>117</sup> Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (MERVAL) es una sociedad anónima cuyas acciones son cotizadas en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires; su administración está a cargo de un directorio compuesto de nueve miembros titulares y nueve suplentes; y adicionalmente cuenta con un Consejo de Vigilancia compuesto de tres miembros.

<sup>118</sup> Artículo 3, literal b), *Estatuto Social Merval*, Inscripto Registro Público de Comercio: 19-11-29 y modificaciones

funcionamiento"<sup>119</sup>, con lo cual se veta totalmente la posibilidad de que el sector privado participe.

### **1.10 Regulación en Uruguay**

La autorregulación en el mercado de valores uruguayo ha sufrido un proceso de deterioro desde su estado de vigencia plena hasta su actual eliminación.

La Ley 16749 reconocía la facultad de las bolsas de valores de expedir normativa al establecer en el artículo 15 que:

"Las Bolsas de Valores deberán dictar las normas necesarias para regular las operaciones bursátiles en todos sus aspectos y la actividad de los Corredores de Bolsa, estableciendo la información que los mismos deben brindar, y vigilando el estricto cumplimiento de las citadas normas, de manera de asegurar la existencia de un mercado competitivo, ordenado y transparente. La autorregulación señalada es sin perjuicio de la facultad del Poder Ejecutivo de reglamentar la presente ley y del Banco Central del Uruguay de controlar el funcionamiento de las Bolsas de Valores y de impartir las normas generales e instrucciones particulares que estime necesarias para cumplir con los objetivos establecidos en el inciso anterior"<sup>120</sup>.

Lo cual implica que el sistema reconocía la posibilidad de que las bolsas sean entes autorreguladores, pero siempre bajo la aprobación y vigilancia del regulador del mercado que, en el caso uruguayo es el Banco Central.

La Ley 18.401 reformó la Ley 16749, instituyéndose la independencia del regulador, normando el ejercicio de las potestades centralistas de regulación, control y sanción mismo que de acuerdo con esta Ley, no estará limitado por el ejercicio de las facultades que correspondan a las Bolsas de Valores.

Finalmente la Ley 18.627 actualmente vigente, expresamente eliminó la facultad de las bolsas de valores y otros entes de autorregulación de expedir normativa, al establecerse en el artículo 8 de esta Ley que "(...) la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay, en el ámbito de su competencia, dictará las normas a las cuales deberán ajustarse

---

<sup>119</sup> *Ley de Mercado de Valores*, Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela, Número 39.489, Caracas, martes 17 de agosto de 2010, tomado de <http://mundotributariovzla.blogspot.com/2010/08/publican-ley-de-mercado-de-valores-para.html>.

<sup>120</sup> Artículo 15, *Ley 16.749*, tomado de <http://www.bvm.com.uy/bolsa/index.php>.



los mercados de valores y las personas físicas o jurídicas que en ellos intervengan con las características que se establecen en la presente ley para la regulación y supervisión de cada tipo de entidad"<sup>121</sup>.

### **1.11 Regulación en Bolivia**

De conformidad con el artículo 31 de la Ley del Mercado de Valores de Bolivia, las bolsas de valores "tienen la facultad de establecer su propia normativa interna para regular su organización y funcionamiento (...)"<sup>122</sup>, a lo que se suma la facultad de control y supervisión contenida en el artículo 32 del mismo cuerpo legal. Es decir en este sistema las bolsas son consideradas entes autorreguladores al tener entre sus funciones el normar toda la operativa para la negociación de valores; sin embargo, esta potestad normativa no es completamente libre, pues de acuerdo con el numeral 15 del artículo 15 de la Ley, la Superintendencia de Valores de Bolivia, entre sus funciones, tendrá la obligación de aprobar los reglamentos expedidos por las entidades bajo su jurisdicción.

Con este antecedente se puede sostener que el sistema autorregulatorio incluido en la legislación boliviana implica un sistema de autorregulación reglada.

### **1.12 Regulación en Paraguay**

El mercado de valores paraguayo se encuentra regulado por la Ley 1.284, cuerpo normativo que en su artículo 84 establece que "Las bolsas deberán dictar las normas necesarias para regular y vigilar las operaciones bursátiles y la actividad de las casas de bolsa, estableciendo la información que éstas deban brindar. Los reglamentos internos de la bolsa deben ser aprobados previamente por la Comisión, y contendrán normas que fijen lo siguiente (...)"<sup>123</sup>; disposición de la cual se infiere que en Paraguay existe un sistema de autorregulación reglada.

## **2. MODELO COLOMBIANO**

### **(AUTORREGULADOR DEL MERCADO DE VALORES DE COLOMBIA AMV)**

---

<sup>121</sup> Artículo 8, Ley 18.627, tomado de <http://www.bvm.com.uy/bolsa/index.php>

<sup>122</sup> Artículo 32, Ley del Mercado de Valores, Congreso de Bolivia, Ley No. 1834 del 31 de marzo de 1998.

<sup>123</sup> Artículo 84, Ley No. 1.284, tomado de <http://www.bvpasa.com.py/>

## 2.1 Características y desarrollo

Es necesario hacer una breve sinopsis histórica de cómo esta figura se fue cimentando en el mercado de valores colombiano.

"(...) la autorregulación es concebida por el gobierno como una actividad complementaria y no sustituta de las autoridades de supervisión, con el fin de preservar la estabilidad del mercado, dar mayor protección a los inversionistas y propender por la estabilidad sistémica en el mercado de valores colombiano. En últimas, se trata de una excelente herramienta para superar las imperfecciones del mercado"<sup>124</sup>.

En inicios los propios agentes del mercado colombiano, sin que mediara disposición legal alguna, decidieron regular internamente el mercado adoptando normas y generando órganos encargados de verificar su cumplimiento, basados únicamente en el acuerdo al que ellos habían llegado; de ahí que la autorregulación tuvo un origen eminentemente contractual.

De acuerdo con Juliana Correal García<sup>125</sup>, la autorregulación en Colombia tuvo su inicio en 1929, con la atribución conferida a la Bolsa de Valores de Bogotá de ser un organismo disciplinario con plena competencia para verificar el cumplimiento por parte de las casas de bolsa de la normativa interna.

En 1960 se expidió el Decreto 2969, en el cual se determinó la obligación de las bolsas de reglamentar a sus casas de valores miembros, con lo cual se introducía jurídicamente los primeros fundamentos legales de la autorregulación como tal.

En el artículo 3 del decreto referido, se instituyó la obligación de las bolsas de “velar por el estricto cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias por parte de sus miembros

---

<sup>124</sup> María Angélica Arbeláez, Carlos Guzmán, Jorge Saza, Claudia Álvarez y David Malagon, *Autorregulación*, La Semana Económica, No. 519, Bogotá, Asobancaria, 2005, pág. 4.

<sup>125</sup> Correal García Juliana, *La Autorregulación bursátil en el mercado de valores colombiano*, Bogotá, Pontificia Universidad Javeriana, Facultad de Ciencias Jurídicas, Departamento de Derecho Económico, 2003, tomado de <http://www.javeriana.edu.co/biblos/tesis/derecho/dere5/TESIS49.pdf>

con el fin de evitar especulaciones perjudiciales para los valores inscritos o para la economía en general”<sup>126</sup>.

Tras la expedición de la Ley 27 en 1990, las bolsas eran sujetos obligados a contar con órganos de vigilancia y fiscalización de sus miembros; así, en este cuerpo legal se dispuso que es “(...) obligación de las bolsas de valores contar con la existencia de un órgano social de fiscalización y vigilancia de las actividades de sus miembros, denominado Cámara Disciplinaria, que debía contar con una participación razonable y equitativa de miembros externos y que debía representar a las entidades emisoras de valores inscritos, a los inversionistas institucionales y a otros gremios y entidades vinculadas a la actividad bursátil”<sup>127</sup>; nótese como en esta disposición ya se sienta la base para introducir la figura de que el sector externo debe tener participación.

Es importante tener en cuenta que para este punto del desarrollo normativo la adopción de la autorregulación en el mercado colombiano pasó de ser una decisión “contractual”, a ser ya una figura legalmente reconocida.

En el 2005 se promulgó la Ley 964 de Mercado de Valores, por medio de la cual se obligó que todos los agentes que tienen por objeto el intermediar con valores, cuenten con sistemas de autorregulación. Con esta Ley se dio un paso muy importante en materia de autorregulación, al lograr que diversos sectores del mercado financiero se agrupen en materia de control y disciplina en los mercados.

Antes de la Ley 964, el mercado colombiano estuvo caracterizado por una participación activa del sector financiero en el mercado de valores; por una desmutualización de los mercados; por un constante arbitraje regulatorio entre los diferentes intermediarios; y, por el hecho de que solo las sociedades comisionistas eran intermediarios autorregulados, lo que

---

<sup>126</sup> Rosillo Rojas Mauricio, La Autorregulación en el Mercado de Valores Colombiano, en Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, Bogotá, Cargraphics S.A., Primera Edición, 2007, pág. 19.

<sup>127</sup> Rosillo Rojas Mauricio, La Autorregulación en el Mercado de Valores Colombiano, en Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, ... pág. 20.

implicaba que tenían mayores exigencias frente al resto de intermediarios que operaban en el mercado.

Esta Ley, junto con las disposiciones contenidas en el Decreto Reglamentario 1565 de 2006, sentó las bases para que en Colombia sea generado un sistema de autorregulador independiente, pero sometido al control estatal, es decir, una autorregulación reglada.

Por medio de la Ley 964 el gobierno colombiano logró una intervención directa en el mercado de valores de dicho país, para lo cual, de acuerdo con el artículo 1 de la Ley en mención, se establecieron detalladamente cuales eran los objetivos y criterios para ejecutar esta intervención:

"Criterios de la intervención: 1. Que se promueva el desarrollo y la democratización del mercado de valores, así como su conocimiento por parte del público. 2. Que la regulación y la supervisión del mercado de valores se ajusten a las innovaciones tecnológicas y faciliten el desarrollo de nuevos productos y servicios dentro del marco establecido en la presente ley. 3. Que las normas y los procedimientos sean ágiles, flexibles y claros, y que las decisiones administrativas sean adoptadas en tiempos razonables y con las menores cargas administrativas posibles. 4. Que los costos de la supervisión y la disciplina del mercado de valores sean eficiente y equitativamente asignados, y que las cargas que se impongan a los participantes del mercado sean consideradas, teniendo en cuenta, en la medida de lo posible, la comparación entre el beneficio y el costo de las mismas. 5. Que se evite impedir o restringir la competencia. 6. Que se dé prelación al sentido económico y financiero sobre la forma, al determinar si algún derecho o instrumento es un valor, o si alguna actividad es de aquellas que requieran autorización o registro y, en general, cuando expida normas dirigidas a la protección de los derechos de los inversionistas. 7. Que el mercado de valores esté provisto de información oportuna, completa y exacta. 8. Que se garantice que las operaciones realizadas en el mercado de valores sean llevadas hasta su puntual y exacta compensación y liquidación. 9. Que se propenda porque en la regulación y la supervisión se eviten los arbitrajes, procurando que exista uniformidad en las normas que se expidan"<sup>128</sup>.

De esta disposición es evidente que una de las ramas de materialización de la intervención estatal es la injerencia en la regulación del mercado, no solo por el hecho de que se pretende la emisión de normativa uniforme a fin de evitar arbitrajes, sino porque cada uno de los cuatro

---

<sup>128</sup> Artículo 1, Ley 964 de 2005, publicada en el Diario Oficial 45.963 de viernes 8 de julio de 2005, Colombia.

objetivos de la intervención y de los criterios para aplicar esta medida, implican de por sí una estructuración y emisión normativa, así, de acuerdo con el artículo 4 de este mismo cuerpo legal “el Gobierno Nacional intervendrá en las actividades del mercado de valores, así como en las demás actividades a que se refiere la presente ley, por medio de normas de carácter general”<sup>129</sup>.

De conformidad con varios analistas, únicamente tras la emisión de la Ley 964 se entendió en Colombia que la facultad de la autorregulación no se circunscribía únicamente a la posibilidad de emisión normativa, sino que implicaba otras facetas, que son la de control de legalidad y la de sanción; así, de acuerdo con el artículo 24 de la Ley, “La autorregulación comprende el ejercicio de las siguientes funciones: a) Función normativa (...) b) Función de supervisión (...) c) Función disciplinaria: (...)”<sup>130</sup>; artículo en el cual también se introdujo, en el párrafo 1, el precepto de evitar que se produzcan arbitrajes regulatorios.

De conformidad con el párrafo adicionado por el decreto 39 de 2009, al artículo 11.4.3.1.1 del decreto 2555, la función de la autorregulación también implica que “ (...) los organismos de autorregulación podrán realizar la actividad de consolidación de la información del mercado de valores obtenida de los sistemas de negociación de valores, de los sistemas de registro de operaciones sobre valores y de los intermediarios de valores, según corresponda (...)”<sup>131</sup>.

Antes de la vigencia de la Ley 964, en el mercado de valores colombiano existía un tratamiento diferenciado para los diversos entes que intermediaban valores, pues mientras las casas de valores estaban sujetas a la autorregulación, otras entidades que también intermediaban valores como los bancos, no estaban sujetadas a esta normativa.

Derivada de esta disparidad en el tratamiento, ésta Ley cambió sustancialmente el ámbito de aplicación de la autorregulación, determinando que quien intermedie con valores debe tener un ente autorregulador, de tal forma que de acuerdo con Mauricio Rosillo Rojas, en conferencia

---

<sup>129</sup> Artículo 4, Ley 964 de 2005, publicada en el Diario Oficial 45.963 de viernes 8 de julio de 2005, Colombia.

<sup>130</sup> Artículo 24, Ley 964 de 2005, publicada en el Diario Oficial 45.963 de viernes 8 de julio de 2005, Colombia.

<sup>131</sup> Decreto 2555 de 15 de julio de 2010, en [http://www.deceval.com/Textos/Decreto\\_2555\\_2010.pdf](http://www.deceval.com/Textos/Decreto_2555_2010.pdf).

dictada en la Primera Reunión de Autorreguladores de América el 13 de noviembre de 2008, en Colombia los bancos, las corporaciones financieras, las compañías de financiamiento comercial, fiduciarias, fondos de pensiones, compañías de seguros, entre otras, necesariamente debían estar sujetas a la autorregulación.

En la Ley 964 se materializó la concepción de que el sistema imperante en el mercado de valores colombiano implicaba una autorregulación regulada, al decir que el gobierno deberá establecer las condiciones para ejercer la autorregulación (Primer inciso del artículo 24 de la Ley); pero, también estableció que era política del gobierno el contar con una autorregulación con altos niveles de gobierno corporativo y evitar que se produzcan competencias entre los diferentes posibles autorreguladores y por consiguiente evitar arbitrajes regulatorios.

Esta Ley determinó qué entidades pueden tener el carácter de autorreguladores, otorgando esta facultad, de acuerdo con el artículo 25, a: “a) Organizaciones constituidas exclusivamente para tal fin; b) Organizaciones gremiales o profesionales; c) Las bolsas de valores; d) Las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities; e) Las Sociedades Administradoras de Sistemas de Negociación a que se refiere la presente ley”<sup>132</sup>.

De la misma manera en el artículo 26 de la Ley analizada se recogieron cuáles son los requisitos, encaminados a determinar su viabilidad para ejecutar sus funciones normativas y disciplinarias, que un ente debe acreditar a fin de obtener la aprobación para ejercer sus funciones y ostentar la calidad de autorregulador.

A criterio de Mauricio Rosillo la promulgación de la Ley 964 se adecúa a lo dispuesto por la IOSCO al sostener que: “La Ley recoge los principios de IOSCO en la medida que incorpora lo siguiente: Todo autorregulador debe estar sujeto a la vigilancia del mercado estatal. El regulador debe exigir a los organismos autorreguladores antes de su autorización estándares adecuados para operar en el mercado. Una vez que el autorregulador está ejerciendo sus

---

<sup>132</sup> Artículo 25, Ley 964 de 2005, publicada en el Diario Oficial 45.963 de viernes 8 de julio de 2005, Colombia.

actividades, el regulador debe asegurarse que el ejercicio de las mismas atiendan el interés público”<sup>133</sup>.

Por otra parte el Decreto 1565 reglamentó la actividad autorreguladora en el mercado colombiano, al determinar los criterios básicos que deben tener estas entidades para ejercer sus funciones, entre los que se puede mencionar a:

“Propenderán por el establecimiento de normas uniformes, así como su consistente interpretación y aplicación. (...) deberán estar encaminadas a la protección del inversionista y al mantenimiento de la transparencia e integridad del mercado. Propenderán por no realizar una gestión que conlleve la duplicidad de funciones con la de la Superintendencia Financiera de Colombia. (...) Evitarán la imposición de cargas innecesarias para el desarrollo competitivo del mercado.”<sup>134</sup>

Este Decreto normó la posibilidad de que se produzcan inscripciones voluntarias a los entes autorreguladores, es decir que personas (naturales o jurídicas) que originalmente no son sujetos legalmente obligados a la sujeción a la autorregulación, por voluntad propia decidan someterse a la norma de autorregulación, es decir en el sistema colombiano la fuente de sometimiento a la normativa autorregulatoria es legal o contractual.

El 15 de julio de 2010 el gobierno colombiano expidió el Decreto 2555, por medio del cual se reexpidieron diferentes normas en los sectores financieros, asegurador y de mercado de valores.

En el Artículo 11.4.1.1.1 del Libro Cuarto del Decreto, se determina que toda entidad que realice intermediación de valores tiene la obligación de autorregularse o ser parte de un organismo autorregulador, al establecer que "La membresía en un organismo de autorregulación será necesaria para poder actuar en el mercado de valores"<sup>135</sup>. Esta obligación de ser parte de un ente autorregulador para poder ejercer las funciones de intermediación no es aplicable ni para los fondos mutuos de inversión colombianos, ni para las bolsas de bienes y productos agropecuarios, agroindustriales o de otros commodities, instituciones que por

---

<sup>133</sup> Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, Bogotá, Cargraphics S.A., Primera Edición, 2007, pág. 30.

<sup>134</sup> Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, .... pág. 31.

<sup>135</sup> Decreto 2555 de 15 de julio de 2010, en [http://www.deceval.com/Textos/Decreto\\_2555\\_2010.pdf](http://www.deceval.com/Textos/Decreto_2555_2010.pdf).

disposición del artículo 2.11.2.1.1, originalmente expedido mediante Decreto 1511 de 2006, continuarían ejerciendo la función de autorregulación respecto de sus miembros.

De conformidad con el artículo 11.4.1.1.2, mismo que guarda concordancia con el artículo 2 del Decreto 1565:

"Los organismos de autorregulación ejercerán sus funciones respecto de los intermediarios de valores que sean miembros de los mismos, ya sean personas naturales o jurídicas, quienes estarán sujetos a los reglamentos de autorregulación. Adicionalmente, las funciones del organismo de autorregulación se ejercerán respecto de las personas naturales vinculadas a cualquier intermediario de valores que sea miembro del organismo de autorregulación correspondiente, aún cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, RPMV ni hayan sido inscritas en el organismo autorregulador (...)"<sup>136</sup>.

Disposición esencial en el modelo colombiano, en la cual se plasma el hecho de que en la sujeción a la autorregulación también se aplican los criterios de vinculación entre las personas, fundamentalmente naturales, en razón del ejercicio de sus funciones en el mercado de valores.

En cuanto al alcance de la autorregulación, en el Decreto 2555 se menciona en el artículo 11.4.1.1.3, en el cual se ha hecho un compendio de las disposiciones emitidas mediante Decretos 1565 y 39, al determinar cómo ámbito de la autorregulación a todas las actuaciones de los intermediarios de valores, a cualquier actividad, operación, servicio, producto o participación en mercados que realicen las entidades sujetas a la inspección, vigilancia y control de la Superintendencia Financiera de Colombia o entidades que desarrollen actividades afines el mercado financiero, asegurador y de valores.

En razón de quienes pueden ostentar la calidad de autorreguladores, el Decreto 2555 prácticamente recogió la misma disposición del artículo 5 del Decreto 1565, al establecer que pueden ser autorreguladores las organizaciones constituidas exclusivamente para tal fin; las organizaciones gremiales o profesionales; las bolsas de valores; y, las sociedades administradoras de sistemas de negociación.

---

<sup>136</sup> Decreto 2555 de 15 de julio de 2010, en [http://www.deceval.com/Textos/Decreto\\_2555\\_2010.pdf](http://www.deceval.com/Textos/Decreto_2555_2010.pdf).



Si bien el sistema colombiano ha sido concebido de forma que un ente independiente del resto de partícipes del mercado ejerza las funciones de autorregulación, también entidades como las bolsas de valores u otras organizaciones tienen esa potestad; pero la propia normativa ha dispuesto que si la autorregulación será ejercida por entidades que no sean las creadas con este único fin, el resto de entes deben tener un área específica para el desarrollo de esta actividad<sup>137</sup>.

En razón de la participación equitativa por parte de todas las entidades del mercado y por consiguiente de aplicación de principios de buen gobierno corporativo, en el decreto 2555 se aprecia la limitación en la concentración del capital de los entes autorreguladores al determinar que "Ninguna persona podrá ser beneficiario real de más del diez por ciento (10%) del capital de un organismo de autorregulación"<sup>138</sup>.

En este nuevo Decreto se instituyeron también diversas disposiciones sobre las cuales el ente autorregulador podrá desarrollar su reglamento o estatuto de funcionamiento; así en el artículo 11.4.2.1.4, similar al artículo 8 del decreto 1565, se norma la composición y funcionamiento de la asamblea general de miembros del autorregulador, haciendo énfasis en un adecuado sistema de representación e igualdad de voto de acuerdo con el Autorregulador de Mercado de valores Colombiano.

El artículo 11.4.2.1.5, con preceptos iguales al artículo 9 del decreto 1565, normó las reglas básicas para la integración del consejo directivo del ente autorregulador, incluyendo como presupuestos para la conformación el asegurar la independencia y la apropiada administración de los conflictos de interés, así como asegurar la presencia de integrantes independientes al mercado en este tipo de cuerpos colegiados.

---

<sup>137</sup> Esta área dedicada a la autorregulación, creada al interior de ciertos partícipes del mercado con capacidad autorregulatoria, debe estar dotada de total independencia del resto de la entidad; por esto, en el artículo 11.4.2.1.9 del decreto 2555 a más de establecer los parámetros de funcionamiento de estas dependencias, dispuso que se deberán establecer mecanismos para independizar física y presupuestalmente el área interna encargada de las actividades de autorregulación.

<sup>138</sup> Decreto 2555 de 15 de julio de 2010, en [http://www.deceval.com/Textos/Decreto\\_2555\\_2010.pdf](http://www.deceval.com/Textos/Decreto_2555_2010.pdf).

Nótese la importancia dada por la normativa colombiana, en lo concerniente a la asamblea y consejos directivos de los autorreguladores, a la aplicación de principios de gobierno corporativo y sobre evitar los potenciales conflictos de interés que se puedan presentar en el mercado.

En cuanto al proceso de emisión normativa el artículo 11.4.3.1.3 del decreto 2555, dio las bases sobre las cuales el ente autorregulador normó la expedición de normas, sustancialmente en lo concerniente a la socialización de las mismas.

En aplicación de las disposiciones de la Ley 964, en el decreto 2555 se desarrollo el hecho de que no solo los intermediarios debidamente inscritos en los registros de la Superintendencia pueden ser miembros del autorregulador, sino cualquier otra persona que se adecúa a los preceptos de la autorregulación. En este sentido el mismo decreto plasma el hecho de que un intermediario para poder operar debe ser miembro de un ente autorregulador, precepto que se lo ve aplicado en artículos como el 5.3.2.1.1 o el 11.4.7.1.4.

Históricamente la evolución de la autorregulación en el mercado de valores colombiano pasó por dos estados:

- a. El primero, en el cual la existencia de tres bolsas de valores (Bogotá, Medellín y de Occidente) implicaba la existencia de tres sistemas distintos cada uno con potestad de emitir normativa y de imponer sanciones.
- b. El segundo, derivado del proceso de unificación de las tres bolsas de valores, caracterizado por un fortalecimiento de los principios de gobierno corporativo, en el cual se buscó la separación de la supervisión y control del mercado, con la creación de áreas de control independientes de la bolsa y el establecimiento de un Rector, encargado de la función de supervisión y de actuar en calidad de fiscal en los procesos disciplinarios.

Bajo este esquema la bolsa directamente ya no tenía la potestad de control y sanción; pero, mantenía la función de expedir normativa. Esa función normativa por parte de las bolsas, al igual de lo que sucede en el sistema ecuatoriano, es limitada; pues existen varios entes

encargados de emisión normativa y por consiguiente varios reguladores, lo cual da cabida para la presencia de arbitrajes regulatorios.

Son muchas las motivaciones que sirvieron de sustento para propiciar el actual sistema autorregulatorio y la creación de un autorregulador con las características del Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV), entre las que se puede indicar la aplicación de los principios de la International Organization of Securities Commissions IOSCO relativos a la “independencia”, mismos que sirven de sustento para evitar la presencia en el mercado de otros problemas como el conflicto de interés; así:

“No son muchos los países que han logrado establecer modelos de autorregulación con independencia de los gestores del mercado y de sus accionistas y menos aún con la cobertura que actualmente se aplica en Colombia, salvaguardando uno de los principios básicos de la institución, que también busca, como se ha indicado, la eliminación de conflictos de interés en el sentido de asegurar que se preserven primordialmente los de los clientes y la transparencia del mercado, generando por tanto seguridad para la previsibilidad en la toma de decisiones”<sup>139</sup>.

Es importante destacar otro cuerpo normativo relacionado con el mercado de valores colombiano y en el cual se establece un régimen adicional de protección a los inversionistas, contenido en la Ley de Régimen de Protección al Consumidor Financiero, promulgada en el año 2009, y en la cual se establece que “El presente régimen tiene por objeto establecer los principios y reglas que rigen la protección de los consumidores financieros en las relaciones entre éstos y las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, sin perjuicio de otras disposiciones que contemplan medidas e instrumentos especiales de protección”<sup>140</sup>, teniendo que señalar que, de acuerdo con este mismo título, se entiende como consumidor financiero a toda persona que sea consumidor en el sistema financiero, asegurador y del mercado de valores.

El 12 de junio de 2006 se constituyó la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia (AMV), con el objeto de gestionar la autorización por parte de la

---

<sup>139</sup> Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, ... pág. Prologo.

<sup>140</sup> Artículo 1, Ley del Régimen de Protección al Consumidor Financiero, Ley 1328 de 2009 (julio 15), Diario Oficial No. 47.411 de 15 de julio de 2009, en [http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2009/ley\\_1328\\_2009.html](http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2009/ley_1328_2009.html).

Superintendencia Financiera, para actuar como organismo de autorregulación del mercado de valores, como una entidad de carácter privado sin ánimo de lucro, de carácter nacional.

La Superintendencia Financiera, mediante Resolución No. 1171 de julio 7 de 2006, resolvió otorgar a AMV el certificado de autorización, con lo cual quedó habilitada para desarrollar las funciones comprendidas dentro de su objeto social.

AMV surgió como resultado de un estudio efectuado al mercado de valores colombiano, en el cual se concluyó sobre la necesidad de crear un solo autorregulador, como una entidad totalmente independiente de las bolsas, para todos los intermediarios de valores del mercado. En este sentido:

"La autorregulación surge de la necesidad de que el mercado financiero responda a criterios rectores que aseguren responsabilidad, idoneidad y transparencia en las operaciones de este mercado. En el marco de la ley, la autorregulación se circunscribe a la protección del inversionista y al principio de cumplimiento voluntario de las normas. De allí la importancia de asegurar la independencia administrativa y técnica de dicho organismo, o sea, del AMV en el caso de Colombia"<sup>141</sup>.

Actualmente AMV agrupa a más de 134 miembros de diferentes sectores entre los que se puede mencionar sociedades comisionistas de valores, bancos, fondos de pensiones, compañías de seguros, corporaciones financieras, fiduciarias, compañías de financiamiento, etc.<sup>142</sup>

La creación de esta entidad estuvo marcada por un proceso de negociación en el cual participó tanto el gobierno, como los diversos partícipes de la industria financiera; y, en el cual las diferentes asociaciones de entidades del mercado, aportaron para la creación de una institución en la cual exista un adecuado modelo de gobierno y en el cual los potenciales conflictos de interés se reduzcan al mínimo.

## **2.2 Estructura del Autorregulador**

---

<sup>141</sup> Serio Clavijo, Los Organismos Autorreguladores: La Experiencia Internacional y la de Colombia, Enfoque Mercado de Capitales, Edición 31, Bogotá, 2009, pág. 234.

<sup>142</sup> A raíz de los últimos avances en materia autorregulación en Colombia también pasará a ser parte de la autorregulación el mercado de divisas, de acuerdo con [http://www.mercadodedinero.com.co/index.php?option=com\\_content&view=article&id=1135](http://www.mercadodedinero.com.co/index.php?option=com_content&view=article&id=1135).

Es importante mencionar los aspectos más relevantes de las funciones y estructura de AMV, a fin de determinar los posibles cambios y adecuaciones necesarios para que esta figura sea utilizada en otras legislaciones como la ecuatoriana.

De conformidad con el artículo 4 del Estatuto de AMV, reformado por la Asamblea General de Miembros del Autorregulador en marzo de 2009, esta entidad tiene como objeto “(...) el ejercicio de las funciones normativa, de supervisión, disciplinaria y de certificación como organismo de autorregulación del mercado de valores, (...) en relación con la conducta y la actividad de sus miembros y las personas naturales vinculadas a los mismos<sup>143</sup>, con el propósito de favorecer el desarrollo del mercado de valores y la protección al inversionista.

Esta disposición guarda conformidad con lo estipulado en el artículo 5 del Reglamento de AMV, en el que se determina que “AMV cumplirá las funciones normativa, de supervisión y disciplinaria de conformidad con lo establecido en este reglamento y demás normatividad aplicable”<sup>144</sup>.

De acuerdo con el segundo párrafo del mencionado artículo 4, las funciones de AMV pueden ser extensivas incluso a otras entidades del mercado cuando estas instituciones o gremios lo soliciten voluntariamente.

Tras la revisión del objeto de esta institución se puede evidenciar que la misma comparte los mismos objetivos de todas las instituciones que conforman el mercado de valores, de ahí su adaptabilidad a diferentes realidades y mercados, por lo que su importación a otras legislaciones es viable.

---

<sup>143</sup> Es importante indicar que de acuerdo con el párrafo primero adicionado al artículo 4 del Estatuto, “Se entiende por personas naturales vinculadas a cualquier miembro a los administradores y demás funcionarios del respectivo intermediario, independientemente del tipo de relación contractual, en cuanto participen, directa o indirectamente, en la realización de actividades propias de la intermediación de valores, aun cuando tales personas no se encuentren inscritas previamente en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores ni hayan sido inscritas en el organismo autorregulador. Las personas naturales vinculadas a una entidad que realice actividades de intermediación en el mercado, que se haya inscrito a un organismo autorregulador, estarán sujetas a las normas del mercado de valores, reglamentos de autorregulación, reglamentos de las bolsas y de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, aun cuando tales personas no se encuentren inscritas en el mismo o en el Sistema Integral de Información del Mercado de Valores – SIMEV.

<sup>144</sup> Artículo 5, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Reglamento de AMV*, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>.

La obtención de un autorregulador único para diversos sectores, se la puede materializar cuando la entidad creada permite la participación de diversas entidades del mercado, esta apertura se la puede evidenciar, para el caso de AMV, en el artículo 9 de su Estatuto, en el cual se establece que pueden ser miembros de la misma:

“Las personas jurídicas que se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores como intermediarios de valores. También podrán ser admitidos como miembros, si así lo dispone el Consejo Directivo, las demás personas que se autorregulen voluntariamente de conformidad con las normas vigentes por parte del autorregulador una vez cumplan con los requisitos establecidos para tal efecto”<sup>145</sup>.

Disposición de la cual claramente se infiere la posibilidad para que no solo los entes propios del mercado de valores se hallen sujetos a esta Institución, sino otras asociaciones, previa autorización del Consejo Directivo.

Derivada de esta apertura a ser parte del ente autorregulador, el artículo 11 del Estatuto mencionado dispuso que al interior de esta entidad pueden existir dos tipos de miembros, divididos en dos clases, la A y la B. Son integrantes de la clase B los bancos, las corporaciones financieras, las sociedades fiduciarias, las sociedades comisionistas de bolsa y las sociedades administradoras de fondos de pensiones y de cesantías; mientras que son integrantes de la clase A cualquier otra persona que no se halle comprendida entre quienes son de la clase B.

De conformidad con el artículo 14 del Estatuto, a más de quienes tienen la calidad de miembros del autorregulador, hay entidades como los gremios, las bolsas de valores y las asociaciones de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, que pueden ser parte de esta entidad en calidad de asociados, mismos que no tienen los mismos derechos que los miembros, en razón de poder ser parte de los órganos de administración del autorregulador.

A más de los miembros y de los asociados existen los afiliados, a quienes de acuerdo con el artículo 14.1 del Estatuto de AMV, se les puede otorgar dicha calidad por la decisión de autorregularse voluntariamente.

---

<sup>145</sup> Artículo 9, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Estatutos del Autorregulador de Mercado de Valores de Colombia*, 2010, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135557.pdf>.

La organización interna de AMV está compuesta por tres órganos de gobierno y administración, que son, la Asamblea, en la cual participan los miembros del autorregulador; el Consejo Directivo y la Presidencia.

El Consejo Directivo ejerce la función central del autorregulador, pues de acuerdo con el artículo 28 del Estatuto:

"En ejercicio de la función normativa asignada por la Ley al autorregulador, el Consejo Directivo dictará reglamentos de autorregulación acerca de la conducta de los intermediarios del mercado de valores y de las personas naturales vinculadas a éstos, definición de sanos usos, prácticas, aspectos éticos, conflictos de interés y en general, todas aquellas reglas dirigidas a la protección del inversionista y a la integridad del mercado, relacionadas con la actividad de intermediación de valores"<sup>146</sup>.

Es decir este es el órgano encargado de normar las actuaciones de todos los partícipes del mercado en materia autorregulatoria.

Esta disposición estatutaria tiene relación con lo dispuesto en el artículo 6 del Reglamento de AMV, al establecer que la función normativa se aplica mediante la expedición de reglamentos "acerca de la conducta de los sujetos de autorregulación, definición de sanos usos, prácticas, aspectos éticos, conflictos de interés y en general, todas aquellas reglas dirigidas a la protección del inversionista, a la integridad del mercado de valores, relacionadas con la actividad de intermediación de valores. (...)"<sup>147</sup>.

Como se ha mencionado el ejercicio de la función autorregulatoria también compone la función de supervisión y control, por lo que, en concordancia con el citado artículo 28, en el artículo 29 del Estatuto se determina que al propio Consejo Directivo le compete establecer "(...) las políticas, programas y estrategias generales para verificar el cumplimiento de las normas del mercado de valores, los reglamentos de autorregulación y los reglamentos de las

---

<sup>146</sup> Artículo 28, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Estatutos del Autorregulador de Mercado de Valores de Colombia*, 2010, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135557.pdf>.

<sup>147</sup> Artículo 6, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Reglamento de AMV*, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>.

bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, a través de metodologías y procedimientos de reconocido valor técnico"<sup>148</sup>.

A efectos de desconcentrar las funciones del Consejo Directivo; y, en aplicación de los principios de gobierno corporativo, este órgano ha conformado diversos comités especializados en su interior, a fin de dar celeridad y viabilidad a cada uno de los procesos que son llevados a cabo.

Adicionalmente a los comités internos, la estructura normativa colombiana en esta materia ha posibilitado la existencia de comités de miembros, mismos que, de acuerdo con el artículo 36 del Estatuto, tienen una función eminentemente de asesoría al Consejo Directivo en razón de análisis de los estándares normativos y de supervisión aplicables a las entidades autorreguladas en su calidad de intermediarios de valores. Estos comités tradicionalmente y de acuerdo con el Código de Gobierno Corporativo, han sido constituidos para el estudio de temas técnicos y específicos; así existen comités como el de renta variable o el comité de renta fija.

### **2.3 Procedimiento de expedición normativa**

La Dirección de Regulación de AMV es el organismo encargado de realizar estudios de factibilidad, en base de los cuales se elaborarán las propuestas normativas para que sean conocidas por el Consejo Directivo.

El proceso de elaboración y puesta en vigencia de las normas de autorregulación en el mercado de valores colombiano, es similar al proceso que actualmente se maneja en las bolsas de valores ecuatorianas, por lo que en ambos sistemas se puede resumir este proceso a cuatro pasos generales que son:

- a. Definición de los temas y hechos que necesitan ser normados por parte del autorregulador.

Se analizan las necesidades normativas que se presentan en el mercado y frente a las cuales

---

<sup>148</sup> Artículo 29, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Estatutos del Autorregulador de Mercado de Valores de Colombia*, 2010, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135557.pdf>.



es necesaria o la emisión de nuevas disposiciones o la reforma de normas vigentes. La participación de los diversos sectores del mercado es vital en el proceso regulatorio.

- b. El análisis de cada tema sobre el cual se ha propuesto la emisión normativa. El estudio comprende la revisión de la necesidad de la nueva norma, de su adecuación a ordenamiento jurídico interno imperante y la verificación de cómo esa nueva figura jurídica ha sido recogida en derecho comparado.

Adicionalmente a consultar la normatividad vigente tanto a nivel local como en otros mercados, el proceso normalmente contempla acudir a los partícipes del mercado para recibir sus sugerencias sobre los posibles enfoques mediante los cuales se puede tratar un tema.

- c. El tercer paso es la redacción del texto del proyecto de reforma, mismo que tras ser socializado, será puesto en conocimiento de los órganos competentes.
- d. El cuarto proceso llevado a cabo es el perfeccionamiento de las aprobaciones necesarias para que dicha norma entre en vigencia.

En AMV el proceso de expedición se encuentra desarrollado en el artículo 7 del Reglamento de AMV, mismo que preceptúa:

“La expedición de los reglamentos de autorregulación así como sus modificaciones, corresponderá al Consejo Directivo. Para la consideración y aprobación de una propuesta reglamentaria deberán cumplirse previamente con los siguientes requisitos: a. Que el proyecto hubiese sido publicado para comentarios de los sujetos de autorregulación y del público en general durante un término mínimo de ocho (8) días hábiles. b. Contar con el concepto previo y favorable del Comité de Regulación del Consejo Directivo. En caso de que la propuesta de modificación esté relacionada con las normas a las cuales debe sujetarse el Tribunal Disciplinario para el ejercicio de sus funciones, también deberá contarse con el concepto previo de la Sala de Revisión, el cual no necesariamente deberá ser favorable. Los conceptos a que se hace referencia en este literal deberán producirse con posterioridad al término mínimo de ocho (8) días hábiles señalado en el literal

anterior, con el fin de que el Comité de Regulación y el Tribunal Disciplinario puedan conocer los comentarios efectuados”<sup>149</sup>.

De esta disposición se puede puntualizar lo siguiente:

1. En el caso de AMV el órgano administrativo competente es el Consejo Directivo, mientras que en el caso ecuatoriano el órgano administrativo competente es el Directorio de las Bolsas de Valores.
2. Al igual que en el proceso colombiano, en el Ecuador existe un periodo en el cual los proyectos son socializados con los partícipes del mercado y con el público en general; siendo la única diferencia el periodo en el cual estas normas están a disposición para comentarios, ya que en Colombia hay un término de 8 días mientras que en Ecuador son 10 días.
3. En Colombia todo proyecto debe contar con la opinión favorable del Comité de Regulación, requerimiento que en la legislación ecuatoriana no se lo verifica por la diferencia de modelo adoptado y por la estructura organizacional de los entes autorreguladores ecuatorianos. Igual análisis merece la opinión previa de la Sala de Revisión en Colombia para el caso de proyectos sobre el tribunal disciplinario.
4. El trámite, previo al conocimiento por parte del Consejo Directivo, requiere de un pronunciamiento del comité interno de AMV, compuesto por los directores de área, quienes emiten su posición, previo a la aprobación por parte del Comité de Regulación del Consejo Directivo.

De conformidad con el artículo 13 del Reglamento de AMV al interior del autorregulador se han creado diversos comités que tienen por objeto servir de apoyo al Comité de Regulación. Estos comités internos están integrados, conforme lo dispone el artículo 15 del Reglamento por “(...) nueve (9) integrantes, uno de los cuales será un funcionario de AMV designado por el Presidente. Los ocho (8) miembros restantes, junto con dos (2) miembros

---

<sup>149</sup> Artículo 7, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Reglamento de AMV*, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>.

suplentes, serán elegidos por el Consejo Directivo para periodos de un (1) año y podrán ser reelegidos para un periodo igual (...)"<sup>150</sup>.

Es importante mencionar que el modelo de autorregulación adoptado en la legislación colombiana, implica una aprobación por parte de la SFC, es decir no se trata de un sistema en el cual los entes autorreguladores tienen la plena discrecionalidad normativa. En esta línea, de acuerdo con el artículo 8 del Reglamento de AMV, la vigencia de una norma de autorregulación se encuentra supeditada a una aprobación por parte del órgano regulador del mercado; de esta forma:

“Los reglamentos de autorregulación empezarán a regir a partir del día siguiente en que la decisión de aprobación debidamente ejecutoriada de la SFC sea publicada en el boletín normativo, junto con el texto de la modificación correspondiente, salvo que se establezca una fecha posterior para su entrada en vigencia. Tales reglamentos también podrán ser distribuidos vía electrónica a la lista de correos electrónicos con que se cuente para dicho efecto y permanecerán publicados en la página de internet de AMV”<sup>151</sup>.

Nótese como estructuralmente en Colombia tienen un sistema de autorregulación reglada, derivado del hecho de que el regulador aprueba las normas de autorregulación.

El artículo 8 descrito trae una posibilidad que en el Ecuador no ha sido recogida en ningún cuerpo normativo de derecho bursátil, que es la “vacancia legal”, para la entrada en vigencia de las normas, ya que por disposición de la ley de Mercado de Valores ecuatoriana las normas de autorregulación entran en vigencia y por tanto son exigibles, una vez transcurrido el término de cinco días de que fueron notificadas a la Superintendencia de Compañías, es decir no se puede establecer un periodo adicional ya que el mismo contravendría una expresa disposición legal.

## **2.4 Memorandos de entendimiento y Convenios**

---

<sup>150</sup> Artículo 15, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Reglamento de AMV*, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>.

<sup>151</sup> Artículo 8, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, *Reglamento de AMV*, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>.

A fin de dar viabilidad a la integridad del mercado y evitar la confusión de funciones por parte de los distintos partícipes del mismo que tienen similares atribuciones, se aplicó en Colombia la figura de los Memorando de Entendimiento.

Estos memorandos encuentran su razón de ser en la aplicación de diversas disposiciones como el artículo 11.4.7.1.2, mismo que conserva la esencia del artículo 38 del decreto 1565, que determinan que los autorreguladores:

"(...) podrán compartir cualquier tipo de información, documentación o pruebas que conozcan o adquieran en desarrollo de sus funciones, con organismos de autorregulación, defensorías del cliente, entidades supervisoras de mercados de valores y autoridades estatales, nacionales o extranjeras, previa suscripción de acuerdos o memorandos de entendimiento con dichos organismos o entidades, con el fin de proteger la integridad del mercado de valores y al público inversionista. Los memorandos de entendimiento que se suscriban, deberán establecer que la información reservada que sea objeto de traslado, mantendrá tal carácter"<sup>152</sup>.

El artículo 11.4.5.1.2 del decreto 2555 define a los memorandos de entendimiento como "(...) mecanismos que permiten la coordinación entre la Superintendencia Financiera de Colombia y los organismos de autorregulación en materia disciplinaria, de supervisión y de investigación"<sup>153</sup>; y, establece una enumeración ejemplificativa de los temas que pueden ser materia de este tipo de acuerdos, entre los que señala: las actividades de supervisión sobre la actividad en las bolsas de valores y en los sistemas de negociación; los criterios que permitan establecer los casos en los cuales los organismos de autorregulación podrán abstenerse de efectuar actividades de supervisión o abstenerse de iniciar los procesos disciplinarios; los procedimientos para la realización de traslados de procesos disciplinarios; entre otros.

Estos acuerdos interinstitucionales tienen por objeto establecer vínculos con otras entidades, a fin de profundizar sobre ciertos aspectos como compartir información y documentación, coordinar funciones, entre otras.

---

<sup>152</sup> Decreto 2555 de 15 de julio de 2010, en [http://www.deceval.com/Textos/Decreto\\_2555\\_2010.pdf](http://www.deceval.com/Textos/Decreto_2555_2010.pdf).

<sup>153</sup> Artículo 11.4.5.1.2, Decreto 2555 de 15 de julio de 2010, en [http://www.deceval.com/Textos/Decreto\\_2555\\_2010.pdf](http://www.deceval.com/Textos/Decreto_2555_2010.pdf).

Es evidente que el objetivo fundamental de estos acuerdos, mismos que han tratado de suplir vacíos legales en la aplicación normativa, buscan un objetivo común que es el fomentar un mercado de valores más transparente y eficiente y por ende proteger al inversionista.

En la legislación bursátil colombiana el AMV, a fin de cumplir cabalmente con sus funciones, ha suscrito memorandos de entendimiento sobre diversos tópicos y con varias instituciones tales como:

- Superintendencia Financiera de Colombia (SFC)
- Banco de la República
- La Comisión Nacional de Valores de Panamá
- Bolsa de Valores de Colombia

Si bien jurídicamente las funciones del autorregulador en el mercado colombiano y las funciones de la Superintendencia Financiera se encuentran bien delimitadas, el ejercicio de las atribuciones de cada una de estas entidades reveló el hecho de que trabajando coordinadamente se pueden no solo optimizar recursos, sino lograr procesos más eficientes

Para entender adecuadamente la estructura en la cual se desarrollan las actividades de emisión normativa y control al interior del mercado de valores colombiano, es conveniente el tener presente algunos de los parámetros bajo los cuales fue suscrito el memorando de entendimiento entre la SFC y el AMV.

El objeto del memorando, estipulado en la sección 2.1 del capítulo II determina que es: “El objeto del presente memorando, es fijar de manera general los principios que la SFC y AMV tendrán en consideración para la coordinación de las actividades que le corresponden a cada una de ellas en el mercado de valores de Colombia, dentro del ámbito propio de sus competencias”<sup>154</sup>. Nótese el hecho de que una de las fortalezas de la autorregulación que es el tener la capacidad de trabajar coordinadamente y ser un complemento de la regulación formal,

---

<sup>154</sup> Memorando de Entendimiento entre la Superintendencia Financiera de Colombia y la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores, Bogotá, 21 de diciembre de 2006, en [www.amvcolombia.org.co/.../downloads.php?memorando%20de%20entendimiento%20%20superintendencia%20financi](http://www.amvcolombia.org.co/.../downloads.php?memorando%20de%20entendimiento%20%20superintendencia%20financi).

lo que se traduce incluso en aspectos más específicos del ordenamiento jurídico, como es el propiciar la coordinación de funciones entre diversos partícipes del mercado.

Por tratarse de un memorando de entendimiento, resulta evidente que el libre albedrío de las partes es base sobre la cual este se ha desarrollado, por lo que la voluntad de las partes y la sujeción voluntaria es vital; en este sentido la naturaleza del memorando, en los términos del capítulo II del mismo establece que “Las Partes reconocen y aceptan que este Memorando no crea ningún derecho ni impone vínculos legalmente obligatorios, incluyendo cualquier derecho para las Partes o para terceros. Este Memorando establece de buena fe declaraciones de intención de AMV y de la SFC, respecto a los principios que orientan y facilitan la realización coordinada de actividades y esfuerzos en desarrollo de sus respectivas funciones”<sup>155</sup>. Esta declaración, al mismo tiempo que revela una de las fortalezas de la autorregulación que es la sumisión voluntaria, podría develar uno de los mayores problemas de los sistemas autorregulatorios que es la ausencia de potestad coercitiva.

Las dos instituciones, tanto la SFC, como AMV han organizado la atribución de funciones y competencias de cada una de las dos instituciones en razón de principios. De manera general los principios están enfocados a una adecuada coordinación de actividades en el ejercicio de las atribuciones que a cada una de las dos instituciones la Ley les ha conferido.

Los principios en los cuales estas dos instituciones basan sus relaciones son:

- a. Independencia - cooperación en el cumplimiento de las funciones y actividades que les corresponden en relación con el mercado de valores.
- b. No duplicidad de Funciones.
- c. Propender evitar los vacíos legales.
- d. Propender evitar los arbitrajes regulatorios.

---

<sup>155</sup> Memorando de Entendimiento entre la Superintendencia Financiera de Colombia y la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores, Bogotá, 21 de diciembre de 2006, en [www.amvcolombia.org.co/.../downloads.php?memorando%20de%20entendimiento%20%20superintendencia%20financi](http://www.amvcolombia.org.co/.../downloads.php?memorando%20de%20entendimiento%20%20superintendencia%20financi).

Este acuerdo entre ambas instituciones tiene principalmente aplicación en la función de control y supervisión sobre los partícipes del mercado; así, la colaboración mutua implica intercambio de información, pruebas y procesos de investigación conjuntos.

## **2.5 Aplicación de principios de gobierno corporativo**

Las sociedades, a fin de adecuarse a las necesidades económicas y societarias actuales, han visto la necesidad de adoptar prácticas de buen gobierno corporativo que les permitan organizar y transparentar la gestión interna de la sociedad a fin de garantizar el adecuado ejercicio de los derechos de todos quienes tienen relación con la persona jurídica.

El buen gobierno corporativo, de conformidad con la CAF, ha sido definido como “(...) el conjunto de prácticas, formales e informales, que gobiernan las relaciones entre los administradores y todos aquellos que invierten recursos en la empresa, principalmente accionistas y acreedores”<sup>156</sup>, definición de la cual claramente se desprende la importancia de un adecuado manejo entre dos instancias de una sociedad que es la relación entre propiedad y gestión.

Se han esbozado diversas definiciones de lo que es el gobierno corporativo, cada una de ellas enfocada en un aspecto determinado de su espectro de análisis; así, desde una perspectiva de protección de los derechos se ha concebido que:

"La gobernanza corporativa trata el conjunto de leyes y regulaciones que apuntan a: a) asegurar los derechos de los accionistas de las empresas, controladores o minoritarios; b) disponer de información que permita a los accionistas acompañar decisiones empresariales importantes, evaluando cuántas de ellas interfieren en sus derechos; c) posibilitar a los diferentes públicos por parte de los dueños de las empresas el empleo de instrumentos que aseguren la observancia de sus derechos; d) promover la interacción de los accionistas, de los consejos de administración y de la dirección ejecutiva de las empresas”<sup>157</sup>.

---

<sup>156</sup> *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*, Corporación Andina de Fomento, L. Enrique García - Presidente Ejecutivo – CAF, en <http://gc.caf.com/upload/pubs/Lineamientos%20para%20un%20Codigo%20Andino%20de%20GC.pdf>.

<sup>157</sup> Monks y Minow, 1995, citado en: Georgina Núñez, Andrés Oneto y Germano Mendes De Paula, *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, CEPAL, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Bogotá, 2009, pág. innumerada.

Por otra parte desde una concepción enfocada en la estructura de poder “La gobernanza corporativa es el sistema y la estructura de poder que rigen los mecanismos a través de los cuales las compañías son dirigidas y controladas”<sup>158</sup>. Y finalmente como un sistema normativo se tiene la concepción de que “La gobernanza corporativa se refiere a los estándares de comportamiento que conducen a la eficiencia, el crecimiento y al tratamiento dado a los accionistas y a otras partes interesadas, teniendo como base los principios definidos por la ética aplicada a la gestión de negocios”<sup>159</sup>.

El gobierno corporativo no es un fin en sí mismo, sino un medio por el cual se facilita la gestión de las compañías y por consiguiente, se posibilita una mejor captación de recursos financieros, a costos razonables. Es evidente que éstas prácticas garantizan un mejor uso de los recursos en las empresas, contribuyen a una mayor transparencia contable y mitigan los problemas de información asimétrica.

La adopción de prácticas de gobierno corporativo ha sido el resultado de un proceso en el cual se ha transitado desde la implementación de éstos parámetros por pura autorregulación a la obligatoriedad de admitirlos derivada de un precepto legal.

Para la OECD la aplicación de los principios de gobierno corporativo debe, a más de propender a la eficiencia de los mercados, ser un mecanismo de transparencia de los mismos; es por este motivo que su aplicación debe ser totalmente coherente con los principios del estado de derecho como tal, lo que implica una total coordinación entre estos principios y la normativa legal. Este marco jurídico en el cual los principios aplicados debe actuar en plano de coordinación y por ende evitar un exceso de regulación o la posibilidad que se presenten casos de arbitraje regulatorio y a la postre conflictos de interés.

Esta adecuada coordinación del ordenamiento jurídico implica una clara determinación de responsabilidades entre autoridades supervisoras, reguladoras y ejecutoras, de modo que las

---

<sup>158</sup> Cadbury Committee, 1992, citado en: Georgina Núñez, Andrés Oneto y Germano Mendes De Paula, *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, ... pág. innumerada.

<sup>159</sup> Claessens y Fan, 1996, citado en: Georgina Núñez, Andrés Oneto y Germano Mendes De Paula, *Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina*, ... pág. innumerada.



respectivas competencias de agencias y organismos complementarios puedan respetarse y utilizarse de la forma más eficaz.

Es evidente que acoger estos principios es de suma importancia para todo tipo de sociedad y mucho más si ésta es parte del mercado de valores; sin embargo, en estructuras corporativas como los entes autorreguladores y particularmente en esquemas como el adoptado en el sistema colombiano, la adopción y utilización de estos principios es vital para el normal desenvolvimiento de las funciones de esta entidad y por consiguiente la consecución de sus objetivos.

Enfocado en las funciones de los entes autorreguladores, es necesario analizar la relación de estos principios en la esfera de las funciones de estas instituciones.

Un principio fundamental es el de la necesaria proporción que debe guardar el porcentaje de la participación en el capital con los correspondientes derechos de voto. En este sentido, en una sociedad en la cual todos los entes del mercado de valores tienen una participación, cada entidad deberá tener acceso al ejercicio de sus derechos políticos al interior de la institución en igual proporción a su participación en el capital.

A fin de evitar la excesiva concentración del capital y por consiguiente mayor peso en las decisiones de la compañía (autorregulador) al tener un mayor número de votos, en ciertas estructura corporativas y normativas se ha optado por instituir limitantes legales en cuanto al límite de porcentaje que cada participante puede tener o adquirir. Este tipo de preceptos son de mucha utilidad para garantizar la igualdad de oportunidades de todos los sujetos o sectores en una entidad; y, cobra mucha más importancia en sociedades cuyo objeto fundamental es el expedir normativa y el controlar su cumplimiento.

Estos límites de participación y por ende límites en cuanto al poder decisión, tiene estrecha relación con un adecuado manejo y administración de los conflictos de interés.

Otro principio tiene relación con el fomento de la participación e información de los accionistas, es decir que la compañía deberá tener establecidos los cauces precisos para facilitar la comunicación con los accionistas. Este principio guarda relación más que con el ente

autorregulador propiamente dicho, con la autorregulación como tal, ya que, como se ha mencionado anteriormente, una de las fortalezas de la autorregulación es la participación directa de quienes tienen el conocimiento de determinada actividad en la formulación normativa; y, si se manejan adecuados niveles de participación de los dueños de una sociedad, respetando la adecuada administración del conflicto de interés, se puede obtener de ellos herramientas adicionales para una emisión de normativa eficaz y eficiente.

Otro lineamiento versa sobre las ventajas de contar con un órgano decisorio al interior de la sociedad como es el caso de un directorio o junta directiva en el cual se guarde una cierta simetría con la estructura accionarial de la empresa. Una de las funciones esenciales de estos directorios y que guarda relación con otro principio de gobierno corporativo, es que a esta instancia decisoria le corresponde el gobierno, la supervisión y la evaluación, delegando la gestión ordinaria de la compañía en los órganos ejecutivos y en el equipo de dirección, y concentrando su actividad en la función general de supervisión y control.

En estructuras corporativas como el autorregulador colombiano y en general en las instituciones del mercado de valores, la figura del directorio ha sido pieza fundamental en el ejercicio de las funciones de la entidad; así, a nivel general en cuanto al proceso de expedición normativa son los directorios o las juntas directivas, los encargados de promulgar y aprobar estas disposiciones.

Otro principio versa sobre que los órganos de gobierno de una compañía deben contar con integrantes de sectores internos (es decir aquellos pertenecientes a la misma industria) y de sectores externos (Aquellos que sin estar vinculados a la gestión de la compañía, representan el conjunto de los intereses generales y difusos que concurren en ella).

Tradicionalmente al analizar este principio se ha llegado a la conclusión de que el número de directores externos debe ser mayor que los internos. Su aplicación se la puede visualizar en dos instancias en los entes autorreguladores, ya que es evidente que en los órganos directivos se debe aplicar irrestrictamente el principio y contar con miembros externos; pero, haciendo una abstracción del mismo y a manera de símil a la estructura de los autorreguladores, se puede

apreciar la importancia de contar con "independencia" no solo de los miembros de un cuerpo colegiado, sino de las entidades como tal, frente a quienes pueden generarles un conflicto de interés.

Este concepto de independencia tiene estrecha relación con lo preceptuado en la medida 38 de los Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo, en la cual se determina que "La mejor organización del buen gobierno corporativo exige establecer una separación entre administración o gobierno y gestión"<sup>160</sup>; es decir, aplicando este principio al sistema autorregulatorio, lo óptimo en una estructura de emisión de normas de autorregulación es lograr que el ente encargado de emitir las sea independiente y por consiguiente los sujetos pasivos de la autorregulación no tengan injerencia directa en esta entidad.

Del análisis del concepto de independencia y separación de gobierno de propiedad, es prudente tomar en cuenta lo que al analizar los principios de gobierno corporativo se ha denominado la "relación de agencia", entendida esta como un contrato por medio del cual una o más personas, denominadas "principales", comprometen a una o más personas denominadas "agentes" para que efectúen una actividad en favor de los primeros; lo que implica una delegación de autoridad y de responsabilidades.

Este criterio de agencia, sumado a la aplicación de otros principios, puede ser uno de los sustentos por medio de los cuales en modelos como el colombiano, se ha delegado a un ente completamente independiente la emisión de normativa de autorregulación.

En el modelo ecuatoriano, caracterizado por tener entes autorreguladores conformados por los dueños del negocio (casas de valores), que a su vez son sujetos pasivos de la norma, se podría aseverar que la aplicación de este principio es nula.

Partiendo del hecho de que el gobierno corporativo es uno de los pilares en los cuales una organización cuyo objeto sea la emisión o generación normativa, debe sustentarse, AMV es una

---

<sup>160</sup> *Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo*, Corporación Andina de Fomento, L. Enrique García - Presidente Ejecutivo – CAF, en <http://gc.caf.com/upload/pubs/Lineamientos%20para%20un%20Codigo%20Andino%20de%20GC.pdf>.

institución en la cual se han implementado prácticas de buen gobierno corporativo, prueba de ello es que tiene un Código de Gobierno Corporativo.

Es evidente que una entidad con el giro del negocio de AMV necesita adoptar principios de gobierno corporativo y pautas de conducta que coadyuven con el fin de garantizar el equilibrio entre la participación de los intermediarios de valores en la función del autorregulador, y la independencia con que éste ente debe actuar.

Para su constitución AMV acogió los principios establecidos por la OECD, referentes a: Protección de los derechos de los miembros; Equidad en el trato con los miembros; Transparencia y acceso de la información; Responsabilidad, integridad, objetividad y honradez en el manejo de las decisiones por parte del órgano directivo; y Rendición de cuentas al mercado, miembros y grupos de interés.

Las disposiciones del Código de Gobierno Corporativo han sido concebidas como normas complementarias a las disposiciones reglamentarias y estatutarias que regulan esta entidad.

La estrecha relación entre las normas de autorregulación y las disposiciones de gobierno corporativo instauradas, dan como resultado que ambas tengan los mismos objetivos; así, de acuerdo con el artículo 1 del Código de Buen Gobierno Corporativo del AMV “(...) este Código contiene principios y normas tendientes a garantizar el ejercicio de los derechos de los miembros y asociados de AMV, el buen manejo de las relaciones con los grupos de interés, la debida prevención, detección y administración de conflictos de interés, y el adecuado cumplimiento de las funciones de autorregulación”<sup>161</sup>. Artículo del que se puede extraer factores comunes entre principios propios del gobierno corporativo y anhelos de la autorregulación, como son un adecuado ejercicio de derechos por parte de los partícipes del mercado de valores y un adecuado manejo y control de los conflictos de interés. El único objetivo, de acuerdo con el Código de Gobierno Corporativo de “Proteger al inversionista,

---

<sup>161</sup> Artículo 1, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Código de Gobierno Corporativo, 01 de Julio de 2007, en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1|10|0>.

mantener la transparencia e integridad del mercado y cumplir con los demás criterios de autorregulación establecidos en la normatividad aplicable”<sup>162</sup>.

Es interesante mencionar los fines por los cuales AMV fue creado, ya que se podrá encontrar similitudes entre los objetivos que el sistema colombiano persigue, frente a los objetivos que el sistema de nuestro país también añora. En este sentido de acuerdo con el artículo 4 del Código de Gobierno Corporativo de AMV, los postulados de dicha organización son: Propender por el desarrollo de la intermediación de valores, el establecimiento de normas uniformes, el cumplimiento de sus funciones a la protección del inversionista y al mantenimiento de la transparencia e integridad del mercado, evitar la duplicidad de funciones con la SFC, implementar mecanismos de cooperación con organismos de autorregulación, evitar la inexistencia de cualquier tipo de arbitraje regulatorio, entre otros.

Resulta evidente que los postulados formulados por AMV para el ejercicio de sus funciones, son aplicables a cualquier realidad y por consiguiente a cualquier mercado, ya que el propiciar el desarrollo del mercado de valores con una adecuada generación normativa y un control estricto sobre las actividades de los partícipes, el propender la eliminación de arbitrajes regulatorios, el proteger a los inversionistas, el velar por una sana competencia, entre otros, constituyen objetivos comunes de todos los mercados de valores a nivel global.

Es interesante resaltar que al interior del AMV se ha incluido, en calidad de postulado, el evitar incurrir en prácticas que impliquen una duplicidad de funciones a cargo de varias instituciones y el procurar la no imposición de cargas innecesarias a los intermediarios; medidas con las cuales se pretende depurar tanto las funciones y procedimientos a fin de aminorar incluso carga operativa y por ende lograr mejores niveles de especialización en las funciones de cada institución y por ende de control.

### **3. SISTEMAS DE CONTROL, SUPERVISIÓN Y SANCIÓN**

---

<sup>162</sup> Artículo 1, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Código de Gobierno Corporativo, 01 de Julio de 2007, en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1|10|0>.

Como se ha mencionado la autorregulación comprende, a más de la producción normativa, la función de control y supervisión de los sujetos pasivos y por consiguiente la sanción a quienes la transgredan.

El sistema de control en el mercado de valores colombiano encuentra uno de sus principales pilares en la adopción de adecuados niveles de gobierno corporativo en las instituciones encargadas de llevar a cabo estos procesos. La neutralidad y objetividad en la toma de decisiones son esenciales para que un sistema de control y sanción trabajen efectivamente; es por esto que en Colombia en todo ente fiscalizador del mercado se ha pretendido incorporar a personas ajenas al mismo a fin de precautelar la imparcialidad.

Esta premisa de que todo cuerpo colegiado deba estar conformado también por miembros independientes de las entidades del mercado, es implementada junto con una regulación y política de control de vinculaciones; así, el tribunal disciplinario de AMV no puede tener entre sus integrantes a funcionarios o directivos de otros autorreguladores o a dos o más personas que se encuentren vinculados a un mismo grupo empresarial. Es necesario indicar que la regulación en cuanto a las inhabilidades e incapacidades para ser integrante de un tribunal disciplinario ha sido concebida para ser aplicada en dos momentos, es decir estas prohibiciones son revisadas antes de que la persona se integre al cuerpo colegiado; y, son revisadas periódicamente a fin de verificar si esa persona posteriormente ha incurrido en esas causales.

De conformidad con el artículo 29 de la Ley 964, la función disciplinaria implica el establecimiento de procedimientos para iniciar procesos de investigación, sean estos de oficio o a petición de parte, frente a violaciones a la norma de autorregulación y demás normas del mercado de valores.

En Colombia, por la forma como ha sido concebido el sistema autorregulatorio, le corresponde la función de control a AMV, entidad que por medio de su consejo directivo establece las políticas, programas y estrategias generales para verificar el cumplimiento de las normas del mercado de valores, para lo cual tiene facultad legal para expedir reglamentos encaminados a normar el proceso, mismo que de conformidad con el artículo 40 del Estatuto de

AMV, debe observar los principios de proporcionalidad, revelación dirigida, contradicción, efecto disuasorio, oportunidad, economía y celeridad, derecho de defensa y al debido proceso.

De acuerdo con el artículo 11.4.2.1.3, del decreto 2555, los órganos de autorregulación deben contar con un tribunal disciplinario, órgano encargado de concluir los procesos de supervisión iniciados.

La supervisión en el mercado de valores colombiano implica “(...)la verificación del cumplimiento de las normas del mercado de valores relativas a la actividad de intermediación, los reglamentos expedidos por los organismos de autorregulación respectivos y los reglamentos de las bolsas de valores, los sistemas de negociación y los sistemas de registro (...)”<sup>163</sup>; este control a los partícipes se lo efectúa en base a monitoreo de las negociaciones que efectúan, el establecimiento de un plan periódico de visitas, el análisis de la información y documentos remitidos al autorregulador y a planes de ajuste y actividades de gestión preventiva.

La función disciplinaria, misma que trabaja conjuntamente con la de supervisión, tiene por objeto “(...) la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de las normas del mercado de valores, de los reglamentos de autorregulación y de los reglamentos de las bolsas de valores, de los sistemas de negociación y de los sistemas de registro, iniciar procesos e imponer las sanciones a que haya lugar”<sup>164</sup>.

En el decreto 2555, se instituyeron diversos principios que deben seguirse en aplicación de la función de supervisión y sobre todo de la función disciplinaria, entre los que se puede mencionar a los de proporcionalidad, de revelación dirigida, de contradicción, de efecto disuasorio, de oportunidad (costo-beneficio de la iniciación de procesos), de economía y celeridad (Actuaciones de manera eficaz y sin incurrir en costos innecesarios), de debido proceso, de defensa, etc.

Estructuralmente, de acuerdo con el artículo 42 del Estatuto, el tribunal disciplinario del autorregulador colombiano se encuentra conformado por dos salas, una de revisión y una de

---

<sup>163</sup> Artículo 11.4.2.1.3, Decreto 2555 de 15 julio 2010, en [http://www.deceval.com/Textos/Decreto\\_2555\\_2010.pdf](http://www.deceval.com/Textos/Decreto_2555_2010.pdf).

<sup>164</sup> Artículo 11.4.3.1.5, Decreto 2555 de 15 julio 2010, en [http://www.deceval.com/Textos/Decreto\\_2555\\_2010.pdf](http://www.deceval.com/Textos/Decreto_2555_2010.pdf).

decisión. La sala de revisión está conformada por tres integrantes, dos de los cuales son independientes al mercado; mientras que la sala de decisión está integrada por nueve vocales de los cuales seis son miembros independientes y tres miembros de la industria. Nótese como en la conformación de ambas salas se da una primacía a la participación de vocales independientes a fin de dar imparcialidad en la toma de decisiones; sin embargo, no se deja de lado la participación de miembros de la industria a fin de aprovechar su conocimiento del negocio y del mercado.

Procedimentalmente la Sala de Decisión es la encargada de resolver en primera instancia respecto de la responsabilidad disciplinaria; mientras que la Sala de Revisión decide en segunda instancia sobre la responsabilidad disciplinaria de las personas investigadas por el autorregulador, en caso de interposición de un recurso. A fin de garantizar adecuadamente los derechos de los procesados al interior del propio autorregulador se ha concebido dos instancias decisorias, lo que en el resto de sistemas autorregulatorios no ha sido previsto.

En el artículo 10 del Reglamento de AMV se ha determinado un amplio rango de acción en lo concerniente a la supervisión de cumplimiento normativo a los partícipes del mercado, misma que consiste en la verificación del cumplimiento de la normatividad aplicable por parte de los sujetos de autorregulación, en base a un monitoreo continuo de sus operaciones y a la ejecución de visitas de control; es decir el esquema colombiano prevé un sistema de supervisión a priori y a posteriori, es decir preventivo y correctivo.

Estrechamente relacionada con la función de supervisión se encuentra la función disciplinaria, es decir aquella encaminada a determinar responsabilidades por inobservancias a la normativa vigente, la misma que de acuerdo con el artículo 11 del Reglamento de AMV, consiste en la investigación de hechos y conductas con el fin de determinar la responsabilidad por el incumplimiento de la normatividad aplicable, así como el juzgamiento de las mismas.

Respecto del artículo 11 indicado, es importante mencionar que las pruebas recaudadas por quien ejerza funciones disciplinarias podrán ser trasladadas a la SFC y vice versa. Respecto de las formas de terminación del proceso disciplinario la facultad de negociación y suscripción de



acuerdos de terminación anticipada es una figura que puede aligerar y acelerar la resolución de estos conflictos, misma que como la mayoría de preceptos del proceso disciplinarios colombiano, no han sido recogidos en nuestra legislación. Es necesario hacer un paréntesis en relación a que, previa autorización del Consejo Directivo, AMV podrá fungir como amigable componedor o conciliador en relación con los hechos o situaciones que se sometan a su consideración.

En el artículo 54 del Reglamento de AMV se hacen tres consideraciones necesarias en aspectos procesales. La primera al decir que la calidad de sujeto pasivo se deriva de la condición que la persona haya tenido al momento de la infracción y no al momento de inicio del proceso disciplinario, precepto cuyo principal efecto es evitar dejar en la impunidad casos en los cuales las personas naturales cambien sus condiciones por otras. La segunda una inclusión de una especie de figura de “participación criminal”, al reconocer que cada persona puede tener una participación diferente en una infracción dependiendo de los hechos en los cuales actúe; y, la tercera el hecho de reconocer que pueden coexistir dos tipos de responsabilidades la de las personas naturales y las de la sociedad como tal.

En cuanto al juzgamiento disciplinario al interior del Autorregulador, el artículo 97 del Reglamento determina que al Tribunal Disciplinario le compete el juzgamiento o decisión de los procesos que lleguen a su conocimiento; esta función a cargo del ente autorregulador es compartida con el regulador colombiano, ya que tanto el autorregulador como la SFC, tienen potestades disciplinarias, mismas que son ejercidas sobre la premisa de no duplicidad de funciones.

En base a este objetivo de coordinar funciones se han normado algunas prácticas, tales como:

- a. Si el autorregulador o la SFC han tenido conocimiento acerca de la posible ocurrencia de hechos que constituyan infracciones a las normas del mercado de valores o los reglamentos de autorregulación, el uno o la otra continuará conociendo de la respectiva actuación hasta su terminación.

- b. En caso de que los hechos investigados puedan generar un gran impacto en el mercado, la otra institución puede también iniciar las investigaciones sobre el caso ya iniciado.
- c. En el evento de que el autorregulador y la SFC hayan conocido simultáneamente un hecho que constituya infracción, se podrán realizar reuniones de coordinación para determinar qué aspectos va a analizar cada institución.
- d. Se pueden instrumentar actuaciones conjuntas entre ambas instituciones.
- e. En los casos en los cuales el autorregulador no tenga competencia para investigarlos se los trasladará directamente a la superintendencia.
- f. Todas las actuaciones se basan en el precepto de coordinar actividades y compartir información y elementos probatorios<sup>165</sup>.

La atribución de competencias en el sistema colombiano se encuentra bien distribuida de tal manera que cada institución sabe qué casos puede conocerlos y cuáles no. Así por ejemplo de conformidad con el decreto 2555 la SFC no tiene potestades de control y por consiguiente disciplinarias sobre la actividad de autorregulación voluntaria.

Es interesante el tratamiento que el sistema colombiano ha dado a las entidades públicas que negocian en el mercado de valores en cuanto al ente supervisor, ya que, por disposición del artículo 5.3.2.3.1 del decreto 2555, muchas entidades públicas no se encuentren sometidas a inspección y vigilancia de la SFC, pese a ser consideradas intermediarios de valores; sin embargo, éstas entidades si deben ser miembros de un organismo de autorregulación autorizado por la SFC, teniendo que cumplir con las obligaciones propias de tal membresía.

---

<sup>165</sup> En materia probatoria, a efectos de conocer cuál es el esquema que actualmente tiene el sistema colombiano, es necesario tener en cuenta lo dispuesto En el artículo 11.4.4.1.3 del Decreto 2555, mismo que establece en razón de las pruebas “Los procesos disciplinarios tendrán libertad probatoria. En tal sentido, en los procedimientos disciplinarios podrá emplearse cualquier medio de prueba legalmente recaudado.

En el desarrollo del proceso disciplinario, los miembros del organismo autorregulador, las personas naturales vinculados con estos, aquellos con quienes dichos miembros celebren operaciones, los clientes de unos y otros, las bolsas de valores, los administradores de sistemas de negociación y los administradores de sistemas de registro, así como los terceros que pueda contar con información relevante, podrán ser requeridos para el suministro de información en su poder.

Las pruebas recaudadas por la Superintendencia Financiera de Colombia en ejercicio de sus funciones podrán ser trasladadas a los organismos de autorregulación, cuando estos últimos lo requieran para el cumplimiento de su función disciplinaria, garantizando el derecho de contradicción respecto de las mismas. En este evento, los organismos de autorregulación deberán mantener la reserva sobre el contenido de la prueba trasladada. Igualmente, las pruebas recaudadas por los organismos de autorregulación deberán trasladarse a la Superintendencia Financiera de Colombia cuando esta lo requiera”.

Es necesario señalar que, como ocurre en legislaciones como la ecuatoriana, el propio ente autorregulador es sujeto de supervisión y control por parte del regulador, que, en el caso colombiano, es SFC, entidad que de manera general verificará que los autorreguladores lleven a cabo sus funciones de forma coordinada y cumplan con los criterios de autorregulación.

Sobre la base de las figuras jurídicas analizadas en los capítulos anteriores y de los elementos descritos en el presente capítulo, en el próximo capítulo se establecerán algunas propuestas a ser implementadas en el Ecuador a fin de reformar el sistema actualmente imperante en cuanto a la autorregulación, con miras a aportar a un desarrollo sostenible de nuestro mercado de valores.

## **CAPÍTULO IV**

### **DETERMINACIÓN DE LAS ALTERNATIVAS A SER PROPUESTAS PARA LA SOLUCIÓN DE LOS PROBLEMAS DETECTADOS**

Como se ha podido evidenciar del análisis esbozado, la normativa que actualmente rige en el mercado de valores ecuatoriano adolece de ciertas falencias estructurales en lo concerniente con el sistema regulatorio y autorregulatorio, mismas que pueden ser subsanadas efectuando algunas adecuaciones al sistema normativo. Estas adecuaciones, entre otros aspectos, deberían estar encaminadas a un mejor manejo del conflicto de interés en la función autorregulatoria y por ende una reestructuración del esquema de emisión de estas disposiciones.

Las posibles medidas a ser adoptadas para robustecer el sistema autorregulatorio y por consiguiente el sistema de control sobre los diversos partícipes del mercado, deben estar enfocadas en dos ejes esenciales; por una parte el afianzamiento de la sujeción a la norma de autorregulación; y, por otra, la conformación de un ente autorregulador propiamente dicho.

Con relación al afianzamiento de la autorregulación como tal, derivada de un proceso de sujeción a esta normativa, se podrían aplicar diversas medidas o acciones tales como:

- a. Actualmente la definición de autorregulación que recoge el artículo 43 de la Ley de Mercado de Valores es abierta, pues existe una falta de determinación de los destinatarios de la misma, al establecer “Se entiende por autorregulación, la facultad que tienen las bolsas de valores y las asociaciones gremiales (...) para dictar sus reglamentos y demás normas internas, así como para ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia”; es decir al parecer la norma de autorregulación sería oponible de manera general (para todo partícipe del mercado); mientras que lo relativo al control únicamente sería aplicable, en la legislación ecuatoriana, para las casas de valores. Por parte la función de sanción propiamente dicha, recae en el propio autorregulador y sería aplicable no solo frente a las casas de valores sino frente a todo aquel que tenga relación con el mercado de valores.

Respecto de este tema el regulador del mercado de valores ecuatoriano, es decir el CNV, no ha expedido disposición alguna tendiente a regular el alcance de la norma de autorregulación y su proceso de expedición; por lo que el desarrollo del artículo 43 de la Ley únicamente ha quedado en manos de los propios autorreguladores.

Esta inadecuada determinación de la Ley en cuanto a los parámetros de acción de la autorregulación en sus tres esferas (emisión normativa, control y sanción), sumado a la nula intervención del ente regulador, ocasionan que sobre una misma figura jurídica se puedan presentar diversas interpretaciones lo que genera inseguridad jurídica.

Si bien a nivel autorregulatorio<sup>166</sup> si existen disposiciones expresas por medio de las cuales se determinan quienes son sujetos obligados por la autorregulación, a fin de dar mayor poder a este tipo de normativa, sería prudente que este tipo de determinaciones se las encuentre a nivel legal, para evitar dudas en la aplicación.

- b. Haciendo un símil a lo sucedido en el sistema colombiano, una de las medidas necesarias para que el sistema autorregulatorio sea eficiente, es el someter expresamente a todos quienes efectuaban intermediación en el mercado de valores a la norma de autorregulación. En ese país partieron de un estado similar al nuestro, en el cual existían varios entes legalmente capacitados para intermediar en el mercado de valores, pero uno solo (las casas de valores) estaba expresamente sujeto a la autorregulación, lo cual generaba una competencia con el resto de intermediarios en desigualdad de condiciones.

En el Ecuador, por disposición del artículo 29 de la Ley de Mercado de Valores, los únicos autorizados para intermediar con valores son las casas de valores; sin embargo, de

---

<sup>166</sup> Este tipo de determinaciones se las puede encontrar en artículos como el primero del Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito, mismo que determina: “Es objeto de este Reglamento regular las actividades que se realizan en y a través de la BVQ, mediante normas de autorregulación que establezcan estándares y procedimientos operativos y de conducta, para ofrecer los servicios y los procedimientos requeridos para la negociación de valores, así como para contribuir con la integridad y transparencia del mercado bursátil. Serán sujetos de las normas de este Reglamento, en cuanto a las actividades que realicen en el mercado bursátil, las siguientes personas naturales y jurídicas: Las casas de valores, sus funcionarios y operadores de valores; Las instituciones del sector público que tengan calificados funcionarios públicos para operar en Bolsa, y los funcionarios calificados; Los emisores de valores; Las compañías de compensación y liquidación de valores, cuyos servicios contrate la BVQ; Los vocales de la Rectoría; Los miembros del Directorio, de los Comités de Directorio, el Presidente Ejecutivo y los funcionarios de la BVQ; y, Otros participantes del mercado de valores que este Reglamento establezca.

conformidad con varias disposiciones de este cuerpo normativo, otras instituciones que no son casas de valores pueden intervenir en la negociación de valores en el mercado; así por ejemplo valores de renta fija de corto plazo pueden ser negociados tanto en mercado primario como en secundario por los propios emisores; o valores de renta fija de largo plazo pueden ser negociados en mercado primario por los propios emisores; o los valores denominados genéricos o de giro ordinario que son emitidos y negociados por las tesorerías de las propias instituciones financieras. Es necesario señalar que en los tres ejemplos citados la negociación no se la ejecuta por medio de una casa de valores y se la hace con valores inscritos en los registros de las bolsas.

Este estado actual de las cosas, caracterizado por una multiplicidad de intermediarios que compiten en condiciones inequitativas, puede ser subsanado de dos formas:

- Que mediante reforma legal expresamente se establezca que quienes tienen la función de intermediación de valores o que a causa de sus funciones negocian en el mercado de valores, estén obligatoriamente sujetos a la norma de autorregulación;
- Que mediante reforma legal se establezca que sin importar el valor que se pretenda negociar, la transacción se la haga por medio de una casa de valores y en bolsa.

Si bien en el mercado ecuatoriano la negociación por medio de una casa de valores puede ser bursátil (aquella ejecutada por medio de los mecanismos transaccionales que ofrecen las bolsas de valores) o extrabursátil (aquellas ejecutadas por medio de una casa de valores pero sin hacer uso de los mecanismos transaccionales que ofrecen las bolsas de valores), sería oportuno el luchar por que todas las negociaciones, sin importar el tipo de valor, se hagan en el mercado bursátil.

En mi criterio el hecho que las negociaciones se ejecuten en un mercado organizado y público como es el bursátil, conlleva para las partes intervinientes en la transacción mayores ventajas como por ejemplo mayores niveles de información y una adecuada formación del precio de los valores a ser negociados. Si bien estas ventajas son apreciables para entes del sector privado en mi opinión las mismas son

esenciales para negociaciones del sector público, no solo por el interés general que las mismas conllevan, sino en razón de quienes ordenan y ejecutan esas transacciones y la posibilidad de incurrir en figuras penales como el peculado.

Con relación a la creación de un ente autorregulador del mercado de valores es necesario considerar lo siguiente:

- a. La estructura normativa en la cual se desenvuelven los diferentes partícipes del mercado de valores ecuatoriano, implica, para ciertas instituciones, el sometimiento a varias entidades estatales y por consiguiente el sometimiento a las disposiciones que dichas entidades puedan expedir; así por ejemplo un banco o una institución del sistema financiero que cotiza en el mercado de valores, tiene que cumplir con disposiciones provenientes de la Superintendencia de Bancos y Seguros, de la Superintendencia de Compañías en ciertos casos, del CNV y de las Bolsas de Valores.

Si bien, haciendo un análisis a priori, se puede argumentar que al existir varias instituciones estatales y privadas de control y supervisión, se logra un control más eficiente y efectivo sobre los partícipes del mercado, este objetivo únicamente se lograría en el presupuesto de que todas las instituciones trabajen de manera coordinada, lo que en el caso ecuatoriano no sucede.

De la misma manera el hecho de que cada institución tenga potestad normativa, ha generado que en el Ecuador exista un ordenamiento jurídico en mercado de valores complicado y muy susceptible de permitir arbitrajes regulatorios, al haber varias instituciones con normativa sobre un mismo punto de derecho.

Frente a esta realidad no solo que el objetivo debe ser el fomentar la creación de un ente autorregulador único e independiente para el mercado, sino fomentar que el ente regulador también sea único, es decir que una sola institución estatal, que en nuestro caso pertenezca a la función de control y supervisión, sea la encargada de regular el mercado de valores y a todas las instituciones que se desenvuelven en el mismo.

Por esto, en mi opinión, a efectos de lograr no solo un ordenamiento normativo más simple sino armónico, y por consiguiente un adecuado control a las entidades, lo óptimo sería el contar con una sola superintendencia en calidad de ente regulador y controlador, que establezca los parámetros para el desenvolvimiento de las actividades de entidades financieras y no financieras y por ende de aquellas que participan en el mercado de valores.

- b. Es imperante que los ámbitos de competencia y las funciones, roles y atribuciones tanto del regulador, como del ente autorregulador, se encuentren bien determinadas ya que caso contrario se podrían generar pugnas que lo único que ocasionarían sería frenar el progreso del sistema financiero y de valores de nuestro país. Lastimosamente, por la idiosincrasia ecuatoriana, la adopción de mecanismos como los memorandos de entendimiento utilizados en el sistema colombiano para coordinar funciones entre regulador y autorregulador y por ende no duplicar las mismas, es muy poco probable que en nuestro sistema llegue a prosperar; de ahí la necesidad de que toda competencias se encuentre plenamente determinada a nivel legal y reglamentario.
- c. Como se ha mencionado a lo largo del análisis, a efectos de que se logre un progreso en el sistema autorregulatorio de mercado de valores y del mercado de valores en sí mismo en el Ecuador, es necesario que se estructure jurídicamente la creación de un ente autorregulador dotado de autonomía estructural, societaria y financiera del resto de partícipes del mercado. Para la creación de esta entidad se debe considerar lo siguiente:
  1. Se requiere de participación y compromiso por parte del sector público y del privado para llegar a consensos y lograr la creación de una institución en la cual exista un adecuado modelo de gobierno y en la cual los potenciales conflictos de interés se reduzcan al mínimo.
  2. El nuevo ente autorregulador deberá ser una institución independiente de quienes son sujetos pasivos de la norma de autorregulación; en este sentido es ilógico pensar que este ente autorregulador sea una entidad en la cual solo los autorregulados tengan inherencia tal y como sucede actualmente en el Ecuador.



Al hablar de independencia es necesario considerar que la misma solo se logra cuando la participación de entes y personas del sector interno<sup>167</sup> es limitada, pero no nula; ya que se ha demostrado que es necesaria la presencia y participación de entes y personas que conocen por dentro un determinado giro del negocio para aprovechar su experiencia y práctica a fin de lograr normas y procedimientos que se adecúen a la realidad y que no se vayan en contra del negocio como tal.

Para lograr un adecuado nivel de independencia se deben tomar en cuentas medidas como limitar la participación en el capital de la nueva entidad, así por ejemplo se pueden establecer límites como en Colombia en donde ninguna persona puede ser beneficiario real de más del diez por ciento (10%) del capital de un organismo autorregulador. Otro tipo de medidas para asegurar la independencia y la apropiada administración de los conflictos de interés, es que todos los cuerpos colegiados al interior de la nueva institución tengan obligatoriamente integrantes independientes al mercado en un número superior a aquellos internos.

Parte de la condición de independiente que debe ostentar este nuevo ente debe estar enfocada a la obtención de recursos para su adecuado funcionamiento; así, debe tener una adecuada fuente de recursos para la supervivencia y el ejercicio de sus funciones, lo que en el caso colombiano se ve plasmado en el artículo 6 del Estatuto de AMV, en el cual se determinan las fuentes de obtención de financiamiento que tiene esta entidad, estableciendo en el numeral 1, como rubro principal, a las contribuciones de afiliación y sostenimiento pagadas por sus miembros.

Es importante tener en cuenta que este hecho de pagar una cuota no debe tergiversarse hasta llegar a un punto en el cual este pago implique una excesiva injerencia en el ente autorregulador.

---

<sup>167</sup> Entiéndase como sector interno a toda entidad o persona que participa directamente en el mercado como son las casas de valores sus representantes y operadores, entre otros.

Los estatutos o reglamentos de los organismos de autorregulación deberán velar por una adecuada distribución de los cobros o tarifas entre sus miembros.

3. Es importante que al nuevo ente autorregulador a ser creado se permita el acceso no solo de quienes a la postre estén obligados a ser parte, sino que se permita que cualquier entidad que decida ser un sujeto pasivo de la autorregulación tenga acceso, tal y como en Colombia se preceptuó con las disposiciones de la Ley 964 y en el decreto 2555, en donde se desarrolló el hecho de que no solo los intermediarios debidamente inscritos en los registros de la Superintendencia pueden ser miembros del autorregulador, sino cualquier otra persona que se adecúe a los preceptos de la autorregulación.

Sobre la base de estos parámetros sería necesario que la estructura organizacional de la nueva entidad, en cuanto a sus miembros y a los derechos de los mismos, sea desarrollada de forma que la sumisión al autorregulador tenga una doble fuente normativa, por una parte legal y por otra convencional.

La obtención de un autorregulador único para diversos sectores se la puede materializar cuando la entidad a ser creada permite la participación de diversas entidades del mercado.

4. Se debe establecer un marco normativo suficiente en cuanto a los requerimientos societarios y de mercado para que una entidad cuyo objeto sea el ejercer las funciones de autorregulador pueda iniciar operaciones y ejercerlas a cabalidad.

Esta nueva sociedad debe contar con todos los reglamentos y procedimientos internos debidamente elaborados y aprobados, a efectos de contar con un panorama claro de aplicación legal.

Estos reglamentos deben estar diseñados para prevenir la manipulación y el fraude en el mercado, promover la coordinación y la cooperación con los organismos encargados de regular.

5. La coordinación de funciones entre el ente autorregulador y el regulador es necesaria a fin de lograr mejores procesos de emisión normativa, pero sobre todo mejora los

procesos de control y supervisión al tener sistemas más eficaces y eficientes, por lo que se debe evitar incurrir en prácticas que impliquen una duplicidad de funciones a cargo de varias instituciones y el procurar la no imposición de cargas innecesarias a los intermediarios.

Debe implementarse canales para la optimización de recursos de investigación y de información entre el regulador y el autorregulador de forma tal que ambas entidades trabajen en un plano de coordinación.

6. Se requiere que en todo el proceso de estructuración de esta entidad sean aplicados irrestrictamente principios de gobierno corporativo, fundamentalmente en lo concerniente a la estructura interna de la sociedad.

Es evidente que una entidad cuyo objeto social es el emitir normativa y controlar su cumplimiento necesita implementar en sus procesos y estructura, principios de gobierno corporativo y parámetros de conducta que sirvan de base para un equilibrio entre la participación del sector interno y la independencia que este ente debe tener a fin de garantizar una ausencia de conflictos de interés.

Haciendo un símil a lo ocurrido en Colombia para la creación del AMV, en el Ecuador esta nueva entidad tendrá que hacer suyos y aplicar básicamente los mismos principios establecidos por la OECD que aplicó el AMV como son:

- Protección de los derechos de los miembros;
- Equidad en el trato con los miembros;
- Transparencia y acceso de la información;
- Responsabilidad, integridad, objetividad y honradez en el manejo de las decisiones por parte del órgano directivo; y,
- Rendición de cuentas al mercado, miembros y grupos de interés.

Esta aplicación de postulados de gobierno corporativo indefectiblemente implica la creación de un Código de Gobierno Corporativo, en el cual se desarrollen todos los

parámetros y postulados que servirán de sustento para regular las conductas. A mi modo de ver los postulados recogidos por el artículo 4 del Código de Gobierno Corporativo de AMV, resumen de manera cabal cuales serán los objetivos de esta entidad, mismos que pueden tranquilamente ser aplicados en una institución de similares características en el Ecuador y entre los más destacados se puede mencionar:

- Propender por el desarrollo de la intermediación de valores;
  - Propender el establecimiento de normas uniformes;
  - Propender en el cumplimiento de sus funciones a la protección del inversionista y al mantenimiento de la transparencia e integridad del mercado;
  - Evitar la duplicidad de funciones con el regulador;
  - Implementar mecanismos de cooperación con organismos de autorregulación; y,
  - Evitar la existencia de cualquier tipo de arbitraje regulatorio.
7. Debe establecerse políticas claras de admisión de miembros del autorregulador en base al cumplimiento de estándares; pero teniendo en cuenta que deberá ser un ente que permita el acceso a partícipes de los diferentes sectores de la economía en un plano de igualdad, para lo que su estatuto y reglamentos internos deberán determinar claramente cuáles van a ser los derechos y obligaciones a los que un partícipe obligado (aquellos a los que la norma les obligue se parte del autorregulador) y un partícipe voluntarios (aquellos que por convención decidan someterse al autorregulador), deban sujetarse.
8. Como se ha mencionado anteriormente los órganos de decisión y administración de esta nueva entidad deberán estar conformados de forma que permitan el acceso a su estructura a todo tipo de miembros, por lo que deberán buscar la participación equitativa de todas las entidades que conforman el autorregulador.

En el caso Colombiano el máximo órgano de decisión al interior del autorregulador es el Consejo Directivo, instancia en la que los distintos gremios tienen representación (Asociación Bancaria y de Entidades Financieras de Colombia Asobancaria, la

Asociación de Sociedades Comisionistas de Bolsa Asobolsa, la Asociación de Fiduciarias Asofiduciarias y la Asociación Colombiana de Administradoras de Fondos de Pensiones y de Cesantías Asofondos). Está integrado por 10 directores, 5 con el carácter de independientes y 5 pertenecientes al sector interno.

En esta línea en el Ecuador, partiendo del hecho de que a esta entidad deberían estar sujetos todos quienes tenga relación al mercado de valores, deberían ser parte del máximo órgano interno de decisión del autorregulador asociaciones como la de casas de valores, la de administradoras de fondos y fidecomisos, la de bancos privados, entre otras.

Es necesario señalar que en la normativa a ser desarrollada, hay que establecer que obligatoriamente se contará con directores independientes y, del otro lado, límite del número de directores pertenecientes al sector interno, como por ejemplo lo instituido en Colombia de que de acuerdo con la normativa interna de AMV, no podrán ser parte dos o más directores que se encuentren vinculados o representen a entidades que hagan parte de un mismo grupo empresarial, es decir se busca un equilibrio entre los diferentes sectores representados en el Consejo Directivo a fin de evitar excesiva injerencia por parte de uno o varios.

Éstos miembros del máximo órgano de decisión deberán ser designados para periodos determinados de tiempo, los mismos que se cumplirán de manera escalonada, de tal forma que en cualquier año solamente expire el periodo de un número determinado y no de todos, siguiendo la tónica del caso colombiano.

A mi modo de ver la estructura interna del autorregulador colombiano, en cuanto a los comités especializados internos, es una figura íntegramente adaptable a nuestra realidad. En esta línea, el artículo 35 del Estatuto de AMV determina 4 comités permanentes, cada uno con funciones especializadas. Disposición que guarda concordancia con lo dispuesto en el artículo 26 del Código de Gobierno Corporativo de

esa organización. Los cuatro comités a los que se hace mención y que podrían ser utilizados en una institución con similares características en Ecuador son:

- El Comité Normativo: Cuya función en AMV es evaluar las propuestas normativas, formular las recomendaciones al Consejo Directivo, estudiar nuevas situaciones del mercado que puedan requerir la expedición de nuevos reglamentos de autorregulación, entre otras, es el eje central de la facultad autorregulatoria de AMV, pues es la órgano técnico en el cual todo reglamento se fragua. Estas facultades contenidas en el Estatuto guardan conformidad con lo dispuesto en el artículo 36 del Código de Gobierno Corporativo.

Este comité se encuentra conformado "por dos (2) miembros independientes y dos (2) miembros de industria. Los restantes comités permanentes estarán conformados por dos (2) miembros independientes y uno (1) de la industria"<sup>168</sup>.

- El Comité Financiero y de Auditoria, cuya función es administrar los recursos del Autorregulador para el adecuado ejercicio de sus funciones.
- El Comité de Admisiones, encargado de analizar las solicitudes de admisión como miembro del autorregulador o asociado. Las funciones de este comité han sido desarrolladas por el artículo 38 del Código de Gobierno Corporativo.
- El Comité de Gobierno Corporativo y Nominaciones, que tiene la función de velar por el cumplimiento de las disposiciones estatutarias y reglamentarias relacionadas con el buen gobierno de la entidad.

9. Debe contar con los mecanismos adecuados para hacer cumplir las leyes y normas del mercado de valores, esto implica no solo contar con las facultades legales para hacerlo, sino tener los recursos económicos necesarios y contar con capital humano suficiente y capacitado. Es esencial que a una nueva institución creada en el Ecuador se la dote de

---

<sup>168</sup> Artículo 26, Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Código de Gobierno Corporativo, 01 de Julio de 2007, en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1|10|0>.

todos los recursos posibles, de toda índole, pues en sus manos estará el fomento del mercado al ser un generador de confianza para todo el público inversionista.

10. Es indispensable que en el Ecuador sea reestructurado el método y sistema disciplinario aplicable a los partícipes del mercado; en este sentido todo el procedimiento y órganos encargados de ejecutarlo deberían adecuarse a parámetros como los siguientes:

a. Se deberá organizar un sistema en el cual las labores de investigación se encuentren separadas de las labores de decisión.

Como se ha analizado anteriormente la figura de la Rectoría implementada por la Bolsa de Valores de Quito ha pretendido lograr esta separación; sin embargo, las deficiencias normativas internas y por la disposición del artículo 47 de la Ley de Mercado de Valores vigente que obliga que el directorio sancione, han impedido que sus funciones sean un fiel reflejo de una separación total; es por esto que en la nueva institución a ser creada se deberá instituir un tribunal disciplinario que cuente con sus propios reglamentos y procedimientos (Esto implica una metodología diferente de designación de integrantes), que a su vez se encuentre separado del resto de órganos del autorregulador.

b. En razón del procedimiento se deben establecer medidas tendientes a asegurar la eficacia de los resultados del procedimiento disciplinario, es decir mecanismos que vuelvan coercitivas a las decisiones adoptadas.

c. Todo el procedimiento de investigación y sanción a un partícipe del mercado debe contemplar etapas de iniciación, desarrollo y finalización del proceso, garantizando en todo momento el derecho de defensa y el debido proceso.

d. En mi criterio una figura digna de destacar de los procesos disciplinarios en derecho comparado es la inclusión en los mismos de mecanismos para la terminación anticipada de los procesos, es decir la inclusión de preceptos y causales por medio de las cuales un proceso puede volverse abreviado o culminar, lo que ahorraría recursos del autorregulador. Esta figura podría instituirse con un esquema muy

similar al actualmente vigente en nuestro Código de Procedimiento Penal para los procedimientos abreviados.

Este tipo de figuras han sido ampliamente desarrolladas en mercados de valores como el norteamericano, en el cual la *Securities and Exchange Commission*, en cuanto a los procesos de investigación y determinación de responsabilidades, ha instituido la posibilidad de que existan acuerdos entre el regulador y las entidades investigadas. Al interior de esta legislación se pueden presentar básicamente dos tipos de acuerdos, los *Deferred Prosecution Agreement*<sup>169</sup> (Acuerdos de Diferimiento de Enjuiciamiento) y los *Non-Prosecution Agreement* (Acuerdos de no procesamiento).

Los *Deferred Prosecution Agreement* son suscritos por la Securities and Exchange Commission con entidades que han violado la normativa de ese país y por medio de los cuales la entidad acusada se ofrece a aceptar la responsabilidad de su conducta y de contradecir las afirmaciones fácticas argumentadas por el regulador en el futuro, a cambio de una reducción en la severidad de las sanciones. Derivado de este acuerdo la entidad investigada se compromete adicionalmente a notificar por escrito a la División si le han levantado alguna acción disciplinaria en su contra por parte de una organización de autorregulación. Por otra parte los los *Non-Prosecution Agreement* son compromisos por medio de los cuales las entidades investigadas cooperarán con la Comisión en la investigación y ésta se compromete a no llevar ninguna acción legal o procedimiento contra la entidad que surja de la investigación. Es necesario señalar que la "protección" que brinda este acuerdo no es aplicable frente a otras entidades estatales ni ante los autorreguladores.

- e. Al igual que en todo proceso contencioso es esencial que un procedimiento disciplinario deberá desarrollar todo el articulado necesario para el decreto, práctica

---

<sup>169</sup> Securities and Exchange Commission Division of Enforcement, Enforcement Manual, Office of Chief Counsel, August 2, 2011, en <http://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf>.



y traslado de pruebas; lo que implica que todo el sistema y criterios de valoración de las mismas deba estar plenamente detallado, a fin de evitar discrecionalidades.

- f. Se debe establecer un sistema y causales claras para tramitar impedimentos y recusaciones de los miembros del órgano disciplinario. Esta es una de las principales medidas que en la práctica evitarían la presencia de conflictos de interés en las decisiones.
- g. De conformidad con el principio de legalidad todas las infracciones y sanciones a las mismas deben estar plenamente identificadas para lo cual es necesario que se incluyan criterios y causales de gradación de las penas.

## **CONCLUSIONES**

1. Históricamente la figura del autorregulador del mercado se ha justificado ante la necesidad de contar con instrumentos de control, corrección y disciplina propios de los mercados organizados, por las ventajas que este sistema tiene frente a la regulación formal, tales como mayor conocimiento de las realidades del mercado, mayor capacidad técnica y mayor nivel de aceptación por parte de los sujetos pasivos, entre otras.
2. La autorregulación es un elemento esencial a la industria bursátil, por la especialidad de las materias del mercado y por la rapidez y agilidad con que en el mismo se opera.
3. La confianza del público inversionista está en función de que tantos controles endógenos o exógenos al mercado tengan los agentes encargados de negociar valores y en general todas las instituciones que participan en el mercado de valores.
4. Los organismos autorregulatorios cumplen un rol vital en los mercados de valores, pues fomentan conductas responsables en el mercado por parte de los diversos partícipes, en un plano de cooperación con los entes reguladores para coordinar funciones y actividades.

5. Los entes autorreguladores son un mecanismo que provoca efectividad y eficiencia en la regulación y control de los mercados, en base a regulación más compleja y dinámica.
6. El autorregulador en el mercado de valores generalmente emite normativa, supervisa a sus miembros y vela por el cumplimiento regulatorio.
7. A efectos de contar con un sistema autorregulatorio en el mercado de valores ecuatoriano que se adecue a la realidad ecuatoriana y que vaya acorde con las nuevas tendencias normativas globales, es necesario adecuar el ordenamiento jurídico ecuatoriano a fin de que sea posible la creación de entes autorreguladores independientes, pero que al mismo tiempo garanticen la representatividad de los partícipes del mercado.
8. El nuevo ente autorregulador a ser creado necesariamente debe ser el fruto de un proceso de consenso en el mercado y en el cual claramente se vean aplicados principios de gobierno corporativo en su formación y en su estructura, la misma que debe propender a proteger a sus miembros, dar un trato equitativo a los partícipes, fomentar la transparencia y el total acceso a la información, y el manejar sus actividades con total integridad, objetividad y honradez.
9. Por la forma como está establecido el sistema autorregulatorio actualmente en el Ecuador, en cuanto a la producción normativa y al control a los partícipes del mercado, se podría presentar la presencia de conflicto de interés en estas funciones.
10. Los entes autorreguladores en su función de control al mercado, se topan con varias limitantes para que dicho proceso sea integral y efectivo. Limitantes como barreras legales o deficiencias presupuestarias son la tónica para que esta función sea ejercida a cabalidad.
11. El mercado de valores ecuatoriano es poco profundo en razón de su estructura, de los productos que se tranzan, del conocimiento de quienes participan activamente en él, y por sobre todo en la falta de cultura bursátil de los ecuatorianos.

## RECOMENDACIONES

Del análisis esbozado y en base a las conclusiones a las que se ha llegado se puede agrupar las medidas de acción y por consiguiente las recomendaciones en tres ejes esenciales que agrupan cada uno diversas medidas y que son:

### En cuanto al regulador y controlador del mercado en la esfera del sector público.

1. Se recomienda unificar las funciones de regulación y control por parte de los entes estatales en una sola entidad, para que ésta sea la encargada de normar y controlar a todas las personas jurídicas sin importar su giro del negocio o su naturaleza jurídica. En este sentido en el Ecuador sería necesario el crear una súper superintendencia en la cual se aglutine la supervisión y control a las instituciones financieras y no financieras. esta unificación implicaría la reforma a la Constitución de la República del Ecuador, a la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero, a la Ley de Compañías, a la Ley de Mercado de Valores y a la reciente Ley de Economía Popular y Solidaria.
2. Este proceso acarrearía ventajas como: eliminaría arbitrajes regulatorios, eliminaría la realidad actual de dos o más sistemas para una misma entidad o producto, reduciría costos de supervisión, volvería eficientes los controles y los procesos de investigación al contar el ente de control con toda la información (en varias esferas) sobre la sociedad a ser investigada, etc.
3. Se recomienda que los cuerpos colegiados en los cuales radica la competencia de regular a un determinado sector y que son parte de un ente estatal, no sean únicamente conformados por integrantes del sector público y que se aproveche en estos entes de la experiencia del sector privado. En esta línea es necesario tomar en cuenta normar que las personas que los integren, para el caso de los representantes del sector público, de preferencia no ostenten

otras dignidades en el mismo sector público o que de ser así, sean funcionarios que estén en capacidad de ser partes activas en estos cuerpo colegiados; ya que en muchas ocasiones al nombrarse al altos dignatarios públicos como ministros, su agenda no les permiten destinar el tiempo necesario a estos entes reguladores a fin de cumplir adecuadamente sus funciones.

En mi criterio esta práctica sería jurídicamente viable en consideración a que de acuerdo con el artículo 95 de la Constitución de la República se determina que “Las ciudadanas y ciudadanos, en forma individual y colectiva, participarán de manera protagónica en la toma de decisiones, planificación y gestión de los asuntos públicos, y en el control popular de las instituciones del Estado y la sociedad, y de sus representantes, en un proceso permanente de construcción del poder ciudadano”<sup>170</sup>.

De la misma manera, de acuerdo con el artículo 100 de la Constitución “En todos los niveles de gobierno se conformarán instancias de participación integradas por autoridades electas, representantes del régimen dependiente y representantes de la sociedad del ámbito territorial de cada nivel de gobierno, que funcionarán regidas por principios democráticos”<sup>171</sup>; a lo que adicionalmente hay que considerar que “en el ejercicio del servicio público se prohíbe desempeñar más de un cargo público simultáneamente a excepción de la docencia universitaria siempre que su horario lo permita”<sup>172</sup>. Si bien el hecho de formar parte de un cuerpo colegiado al interior de una entidad del sector público implica el ejercicio de una función pública, normalmente estas atribuciones son conferidas por disposición legal y materializadas mediante decreto o ley, por lo que, en mi opinión, ese dignatario no ostentaría dos cargos públicos, ya que sus funciones en el cuerpo colegiado únicamente serían accesorias a sus funciones normales o las ejercería por su condición en su cargo público original.

---

<sup>170</sup> Constitución de la República del Ecuador, Registro Oficial 449 de 20 de octubre de 2008.

<sup>171</sup> Constitución de la República del Ecuador, Registro Oficial 449 de 20 de octubre de 2008.

<sup>172</sup> Constitución de la República del Ecuador, Registro Oficial 449 de 20 de octubre de 2008.

4. Se recomienda que sea en el sistema actual o en cualquiera que se pretenda implementar en el Ecuador se sensibilice al regulador a fin de que tienda las vías necesarias para que exista un trabajo conjunto con los entes autorreguladores, fundamentalmente en los procesos de emisión normativa y de control a los partícipes del mercado.
5. En el sistema actual se debería llenar los vacíos normativos existentes en cuanto a la aplicación de disposiciones de derecho administrativo al interior del órgano regulador y de control del mercado de valores ecuatoriano. Ya que actualmente los cuerpos legales que regulan los recursos administrativos al parecer no son aplicables a entidades como la Superintendencia de Compañías, hecho que en muchas ocasiones deja en indefensión a los regulados frente a ciertas actuaciones y criterios del regulador.

En cuanto a la negociación de valores y la sujeción a la autorregulación.

1. Se recomienda el reformar la ley vigente de manera que todos los valores mobiliarios que son negociados en el mercado sean transados por medio de las bolsas de valores; ya que de acuerdo con lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores vigente, en especial en los artículos 30, 31, 32 y 33, la legislación bursátil ecuatoriana permite que un mismo valor pueda ser negociado en tres mercados distintos (privado, extrabursátil y bursátil), lo que implica tres diferentes tratamientos para un mismo valor.
2. Este hecho permitiría un mejor manejo de los productos del mercado al ser transados en un mercado más transparente, permitiría una mayor producción estadística por parte de las bolsas de valores y la creación de vectores de precios más completos y reales.
3. Se recomienda reformar la ley a fin de que en una norma expresa se establezca que todo partícipe del mercado está sujeto y obligado por la autorregulación, con el propósito de dar un mayor poder coercitivo a los entes autorreguladores.

En cuanto al propio ente autorregulador.

1. Se recomienda la introducción en el sistema normativo ecuatoriano de disposiciones que permitan el establecimiento de entes un ente autorregulador independiente en el mercado de valores ecuatoriano.
2. Se recomienda que este ente autorregulador a ser creado al mismo tiempo que fomente la adopción de prácticas de buen gobierno corporativo al interior de las empresas, sea concebido de forma que en su propia estructura se vean utilizados todos los principios de gobierno corporativo aplicables a este tipo de instituciones.
3. Este nuevo organismo debe tener una misión clara de protección a los inversionistas y al mercado, debe tener una adecuada política de calidad y por qué no certificarse en sistemas de gestión de calidad, debe tener adecuados esquemas de contribuciones y membrecías, etc.
4. Con el objetivo de lograr adecuados estándares internacionales debería ser parte de entes como la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO – OICV) o el Council of Securities Regulators of the Americas (COSRA).
5. Se recomienda que la normativa emitida por el regulador no se inmiscuya en aspectos que son netamente de orden autorregulatorio, de forma tal que el sistema legal no se vea hiperregulado. De la misma manera es necesario que las propias entidades autorregulatorias estén en capacidad de determinar las condiciones y requisitos sobre las cuales se integrarán sus cuerpos colegiados; así por ejemplo parámetros de conformación de directorios y comités deben estar únicamente en manos de los propios autorreguladores.
6. Se recomienda, a fin de darle mayor fortaleza al sistema actual o al que se pretenda implantar en el Ecuador, cambiar la naturaleza jurídica de las bolsas de valores existentes en el Ecuador y convertirlas en sociedades mercantiles, con miras a lograr mejores y mayores procesos de desarrollo e integración.
7. Se debe fortalecer la función de la autorregulación en todas sus facetas (emisión normativa, control y sanción).
8. Se requiere que en el Ecuador los entes encargados de administrar justicia estén en capacidad de aclarar determinados puntos de derecho bursátil como por ejemplo el

pronunciarse respecto de las cuatro responsabilidades que pueden confluir en el mercado de valores (administrativa, civil, penal y autorregulatoria), a fin de, junto con el texto legal, determinar claramente y en la práctica su rango de acción y por ende evitar la disparidad de criterios sobre ciertos puntos de derecho como el principio del non bis in idem, etc.

A mi modo de ver una salida para este punto controversial podría ser el aplicar sistemas de prejudicialidad en la determinación de responsabilidades.

9. En técnica legislativa es necesario que la redacción del nuevo ordenamiento jurídico bursátil ecuatoriano evite la utilización de normas abiertas, imprecisas o las que en derecho penal se denominan en blanco, a fin de evitar interpretaciones tanto del regulador como del regulado.
10. Se debe fomentar la creación de un mercado unificado, entendido este como aquel en el cual existe un solo precio independientemente del número de bolsas de valores existentes, con miras a ingresar a procesos de integración supranacionales. Es necesario señalar que, en mi criterio, figuras como los mercados alternativos públicos y privados, incluidos en el nuevo proyecto de Ley de Mercado de Valores, fragmentan al mercado existente y podrían fomentar la generación de arbitrajes regulatorios.
11. En mi criterio se debería cambiar el sistema autorregulatorio en el Ecuador de ser una figura híbrida a una autorregulación regulada; siempre y cuando el sistema se maneje en base a presupuestos como un regulador con una adecuada participación del sector privado, políticas claras al interior del regulador para la oposición a las normas de autorregulación y por sobre todo el afán de promover el mercado de valores ecuatoriano en base a estándares técnicos.
12. Se debe fomentar una uniformidad de criterios al interior del regulador.

## BIBLIOGRAFIA

- Alterini, Atilio Aníbal, *Contratación Contemporánea*, Santa Fe de Bogotá, Palestra Editores y Editorial Temis S.A., 2001
- Arbeláez María Angélica, Carlos Guzmán, Jorge Saza, Claudia Alvarez y David Malagon, *Autorregulación*, La Semana Económica, No. 519, Asobancaria, 2005).
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia en <http://www.amvcolombia.org.co/>.
- Autorregulador del Mercado de valores de Colombia, Reglamento de AMV, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>.
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Código de Gobierno Corporativo, en <http://www.amvcolombia.org.co/index.php?pag=home&id=1|10|0>.
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Reglamento de AMV, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>.
- Autorregulador del Mercado de Valores de Colombia, Reglamento de AMV, en <http://www.amvcolombia.org.co/attachments/data/20110214135739.pdf>.
- Bellot, Hugo (2002). "Autorregulación Impositiva." *Coyuntura Microfinanciera*. Finrural. Año 11. No. 12. Pág. 4. y Núñez, Javier (2002). "¿Puede la autorregulación proteger contra el fraude y la negligencia?". *Revista Perspectivas*. Departamento de Ingeniería Industrial, Universidad de Chile. Vol. 6. No. 1. Págs. 116- 124.
- Bolsa de Valores de Colombia, Glosario, [www.bolsabogota.com.co](http://www.bolsabogota.com.co).
- Bollini Shaw Carlos, Mario Goffan, *Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles*, Buenos Aires, Abeledo Perrot, s/f.
- Cabanellas De las Cuevas, Guillermo, *Derecho Societario*, Buenos Aires, Editorial Heliasta, Parte General, 2008.
- Cabanellas Guillermo, *Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual*, Buenos Aires, Heliasta, 1985.
- Carmedia y Miangolarra J. Ignacio, *Diccionario de Bolsa*, Madrid, Pirámide S.A., 1982.
- Carvallo Yáñez Erik, *Tratado de Derecho Bursátil*, México, Porrúa, 1997.
- Cevallos Vásquez Víctor, *Mercado de Valores y Contratos*, Tomo I y II, Quito, Editorial Jurídica del Ecuador, 1997.



Clavijo Sergio, Los Organismos Autorreguladores: La Experiencia Internacional y la de Colombia, Enfoque Mercado de Capitales, Bogotá, Edición 31, 2009.

Club de la Constitución, Sobre el fenómeno de la hiperregulación generado por las Comunidades Autónomas y de la necesidad de su reforma, en [http://www.clubdelaconstitucion.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=69:hiperregulacio&catid=32:cur-08-09&Itemid=47](http://www.clubdelaconstitucion.com/index.php?option=com_content&view=article&id=69:hiperregulacio&catid=32:cur-08-09&Itemid=47)

Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, Resolución CNV-008-2006 RO Especial 1 de 8 de marzo de 2007

Comisión Nacional de valores, Texto Ordenado Normas de la Comisión Nacional de Valores, en <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/CNV/esp/TOC2001.pdf>.

Constitución de la República del Ecuador, Registro Oficial No. 449 de 20 de octubre de 2008

Corporación Andina de Fomento, Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo, Abril 2005, pág. 12, en <http://gc.caf.com/upload/pubs/Lineamientos%20para%20un%20Codigo%20Andino%20de%20GC.pdf>.

Correal García Juliana, La Autorregulación Bursátil en el Mercado de Valores Colombiano, Pontificia Universidad Javeriana, Facultad de Ciencias Jurídicas, Bogotá 2003.

Corte Constitucional Colombiana, Sentencia C-692 del 5 de septiembre de 2007. Expediente D-6572, en <http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/PrincipalesPublicaciones/boletinej/boletin1107/resenajurisprudencia.html>.

Darnaculleta Gardella Ma Merce, Derecho Administrativo y Autorregulación: la Autorregulación Regulada, Girona, Universitat de Girona, 2003.

Decreto 2555 de 15 de julio de 2010, en [http://www.deceval.com/Textos/Decreto\\_2555\\_2010.pdf](http://www.deceval.com/Textos/Decreto_2555_2010.pdf).

Enciclopedia Jurídica OMEBA, Buenos Aires, Driskill, 1982

Estatuto Social Merval, Inscripto Registro Público de Comercio: 19-11-29 y modificaciones.

Fabozzi Frank, Modigliani Franco y Ferri Michael, Mercados e Instituciones Financieras, México, Prentice Hall, 1996.

Gómez Silvia y Alvarez Iván, Diccionario de Términos Financieros y de Bolsa, Bogotá Intermedio, 2003.

Guzmán Marco Antonio, Derecho Económico Ecuatoriano, Volumen I, Quito, Corporación Editora Nacional, 1996.

Hamilton, Robert W., The Law of Corporation, St. Paul, West Group, 2000.

Henoa Marino Tadeo, Autorregulación: Reino Unido: Del Club Inglés Del Siglo XIX, A Las Reglas De La Sociedad Global, en <http://es.scribd.com/doc/2885141/AUTORREGULACION-EN-EL-REINO-UNIDO-DEL-CLUB-INGLES-DEL-SIGLO-XIX-A-LAS-REGLAS-DE-LA-SOCIEDAD-GLOBAL>.

Horacio A. Franco, Bolsas de Comercio y Mercados de valores, Buenos Aires, Abeledo Perrot, 1981.

[http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3072\\_2.pdf](http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub3072_2.pdf)

[http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub2712\\_1.pdf](http://www.asobancaria.com/upload/docs/docPub2712_1.pdf)

<http://www.nuevatribuna.es/pdf/mora-24-1.pdf>

<http://www.unicolmayor.edu.co/mision%20juridicaU/pdf/segundaedicion/autorregulaciondelmercado.pdf>

[http://www.tdr.cesca.es/TESIS\\_UdG/AVAILABLE/TDX-1212103-121813//tmdg1de3.pdf](http://www.tdr.cesca.es/TESIS_UdG/AVAILABLE/TDX-1212103-121813//tmdg1de3.pdf)

<http://www.chilepotenciaalimentaria.cl/content/view/1921/El-esquema-de-autorregulacion-de-los-mercados-en-Chile-esta-en-panales.html#content-top>

<http://www.condusef.gob.mx/index.php/otros-servicios-y-productos/726.html>

[http://www.slidefinder.net/e/el\\_papel\\_autorregulaci\\_n/del\\_mercado\\_valores/832693](http://www.slidefinder.net/e/el_papel_autorregulaci_n/del_mercado_valores/832693)

[http://slidefinder.net/e/el\\_papel\\_autorregulaci\\_n/del\\_mercado\\_valores/832693/p](http://slidefinder.net/e/el_papel_autorregulaci_n/del_mercado_valores/832693/p)

<http://escueladerecho.blogspot.com/2010/11/la-autorregulacion-del-mercado-de.html>

<http://www.austroliberales.com/derecho/ley-vs-legislaci%C3%B3n-2-hiperregulaci%C3%B3n/>

[http://www.clubdelaconstitucion.com/index.php?option=com\\_content&view=article&id=69:hiperregulacio&catid=32:cur-08-09&Itemid=47](http://www.clubdelaconstitucion.com/index.php?option=com_content&view=article&id=69:hiperregulacio&catid=32:cur-08-09&Itemid=47).

<http://www.tse.or.jp/english/rules/regulations/b7gje600000044tu-att/articles-m.pdf>.

<http://www.superfinanciera.gov.co/Normativa/doctrinas2003/conflicinteresgobcorp017.htm>

<http://www.nuevatribuna.es/pdf/mora-24-1.pdf>.

[http://www.merval.sba.com.ar/htm/mv\\_institucional\\_merval.aspx](http://www.merval.sba.com.ar/htm/mv_institucional_merval.aspx)

José Manuel Cuenca Miranda, Autorregulación y Mercados Financieros, Sistema Financiero: Novedades y Tendencias, ICE, 2002, Número 801.

La Autorregulación en el Mercado de Valores Colombiano, en Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006.

Leroy Miller Roger, / Pulsinelli Robert, Moneda y Banca, 2da edición, MC Graw Hill, 1993.

Ley de Mercado de Valores, Quito, Codificación 1, Registro Oficial No. 215 de 22 de Febrero del 2006.

Ley de Mercado de Valores, mediante Ley No. 31, Registro Oficial No. 199 de 28 de mayo de 1993.

Ley de Mercado de Valores, Ley 107, Registro Oficial No. 367 de 23 de julio de 1998.

Ley de Mercado de Valores de México, Diario Oficial de la Federación el 30 de diciembre de 2005, en <http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV.pdf> .

Ley 17.811 de Oferta Pública de Títulos Valores, B.O.: 22/07/1968, tomada de <http://www.cnv.gob.ar/LeyesReg/Leyes/esp/LEY17811.htm>.

Ley de Mercado de Valores, Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela, Número 39.489, Caracas, martes 17 de agosto de 2010, tomado de <http://mundotributariovzla.blogspot.com/2010/08/publican-ley-de-mercado-de-valores-para.html>.

Ley 16.749, tomado de <http://www.bvm.com.uy/bolsa/index.php>.

Ley 18.627, tomado de <http://www.bvm.com.uy/bolsa/index.php>

Ley del Mercado de Valores, Congreso de Bolivia, Ley No. 1834 del 31 de marzo de 1998.

Ley No. 1.284, tomado de <http://www.bvpassa.com.py/>.

Ley 964 de 2005, publicada en el Diario Oficial 45.963 de viernes 8 de julio de 2005, Colombia.

Ley del Régimen de Protección al Consumidor Financiero, Ley 1328 de 2009 (julio 15), Diario Oficial No. 47.411 de 15 de julio de 2009, en [http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2009/ley\\_1328\\_2009.html](http://www.secretariasenado.gov.co/senado/basedoc/ley/2009/ley_1328_2009.html).

Ley de Mercado de Valores de México.

Ley del Mercado de Valores, Congreso de Bolivia, Ley No. 1834 del 31 de marzo de 1998.

Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo, Corporación Andina de Fomento, L. Enrique García - Presidente Ejecutivo – CAF, en <http://gc.caf.com/upload/pubs/Lineamientos%20para%20un%20Codigo%20Andino%20de%20GC.pdf>.

- Marino Tadeo Henao, Autorregulación y reglas de la sociedad Global: el mercado de valores de los Estados Unidos, en: <http://es.scribd.com/doc/2885139/AUTORREGULACION-Y-REGLAS-DE-LA-SOCIEDAD-GLOBAL-EL-MERCADO-DE-VALORES-DE-LOS-ESTADOS-UNIDOS>.
- Martínez Neira Néstor Humberto, Sistema Financiero, Bogotá, Felaban, 1994.
- Memorando de Entendimiento entre la Superintendencia Financiera de Colombia y la Corporación Autorregulador del Mercado de Valores, Bogotá, 21 de diciembre de 2006, en [www.amvcolombia.org.co/.../downloads.php?memorando%20de%20entendimiento%20%20superintendencia%20financi](http://www.amvcolombia.org.co/.../downloads.php?memorando%20de%20entendimiento%20%20superintendencia%20financi).
- Nieto Martín, Adán, Responsabilidad social, gobierno corporativo y autorregulación: sus influencias en el derecho penal de la empresa, Polít. Crim. N° 5 (2008). A3-5, p.3.)
- Novoa Galán Raúl y Novoa Muñoz Gabriela, Derecho del Mercado de Capitales, Santiago, Editorial Jurídica de Chile, 1995.
- Núñez Georgina, Andrés Oneto y Germano Mendes De Paula, Gobernanza corporativa y desarrollo de mercados de capitales en América Latina, CEPAL, Comisión Económica para América Latina y el Caribe, Bogotá, 2009.
- Ochoa Maldonado Omar Alfonso, Autorregulación del Mercado de Valores: Profundización del Mercado o Relativización del Control Estatal, Misión Jurídica Revista de Derecho y Ciencias Sociales, enero - diciembre de 2009.
- Omar Alfonso Ochoa Maldonado, Autorregulación del Mercado de Valores: Profundización del mercado o relativización del Control estatal, en <http://www.unicolmayor.edu.co/mision%20juridicaU/pdf/segundaedicion/autorregulaciondelmercado.pdf>.
- Pefffer Urquiaga Emilio, Francisco Peffer Urquiaga, Legislación de Mercado de Capitales, Santiago, Editorial Jurídica Conosri, 1995.
- Proyecto de Ley de Mercado de Valores elaborado por el Ministerio Coordinador de la Política Económica.
- Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores, Decreto 1042, Registro Oficial No 262 de 26 de agosto de 1993.
- Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores, Decreto Ejecutivo 390, Registro Oficial No. 87 de 14 de diciembre de 1998.

Reglamento General de la Bolsa de Valores de Quito.  
Resolución CNV-93-003 de 22 de diciembre de 1993, Registro Oficial No. 349 de 31 de diciembre de 1993.

Rodríguez Azuero Sergio, Contratos Bancarios., 3ra edición, Bogotá, Felaban, 1985.

Rosillo Rojas Mauricio, La Autorregulación en el Mercado de Valores Colombiano, en Cámara Disciplinaria de la Bolsa de Valores de Colombia, Doctrina de la Autorregulación del Mercado de Valores en Colombia 2001-2006, Bogotá, Cargraphics S.A., Primera Edición, 2007.

Serra Puente Arnao Gerardo, Principales Regulaciones en el Mundo, [Http://www.editoraperu.com.pe/edu/2003/10/24.asp](http://www.editoraperu.com.pe/edu/2003/10/24.asp).

Superintendencia de Compañías mediante Resolución 905 de 24 de noviembre de 1969

Texto Único Ordenado (TUO) de la Ley del Mercado de Valores, Decreto Supremo N° 93-2002, tomado de <http://www.conasev.gob.pe/>.

Trucco Burrows Eduardo, Las Bolsas de Valores y su Reglamentación, Santiago, Ediar - Consur, 1999.

Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas (Laurate International Universities, en [http://postgrado.upc.edu.pe/1/modulos/JER/JER\\_PlaSeminarios.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=3613](http://postgrado.upc.edu.pe/1/modulos/JER/JER_PlaSeminarios.aspx?ARE=1&PFL=0&JER=3613)).

Verdesoto Luis, Investigación Científica en el Área Jurídica, Quito, Edi. Universitaria, 1971.

Verchik Ana, Mercado de Capitales, Buenos Aires, Macchi S.A., 1993.

Zavala Rodríguez, citado por Carlos Bollini Shaw, Mario Goffan, Operaciones Bursátiles y Extrabursátiles, Buenos Aires, Abeledo Perrot, s/f.

Zavala Egas Xavier, Régimen Punitivo en el Mercado de Valores, Guayaquil, EDINO, 1995.