

**METODOLOGÍA PARA EVALUAR LA IMPLANTACIÓN  
DE LOS OBJETIVOS Y PRINCIPIOS DE LA OICV  
PARA LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES**



**OICV-IOSCO**

**ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES**

**Octubre 2003**

## ÍNDICE – LIBRO 1<sup>1</sup>

<b>I.</b>	<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>7</b>
A.	Antecedentes de los Principios .....	7
B.	Objetivo de elaborar una metodología de evaluación y unas medidas de evaluación .....	9
C.	Ámbito de aplicación de esta metodología y de las evaluaciones .....	11
D.	El proceso de evaluación .....	11
1.	La implantación está concebida como un proceso dinámico y constructivo para mejorar los sistemas de control .....	11
2.	La suficiencia de la implantación depende del nivel de desarrollo y complejidad del mercado .....	12
3.	Cómo usar la metodología .....	13
E.	Organización de la metodología y sus anexos .....	14
<b>II.</b>	<b>ANÁLISIS PRINCIPIO POR PRINCIPIO.....</b>	<b>16</b>
A.	Principios relativos al regulador .....	16
1.	Preámbulo: .....	16
2.	Alcance de la evaluación.....	17
3.	Principios 1 al 5 .....	18
B.	Principios relativos a la autorregulación.....	36
1.	Preámbulo .....	36
2.	Alcance de la evaluación.....	36
3.	Principios 6 y 7 .....	36
C.	Principios relativos a la aplicación de la regulación del mercado de valores .....	45
1.	Preámbulo .....	45
2.	Alcance de la evaluación.....	46
3.	Principios 8 al 10 .....	47

---

<sup>1</sup> Los anexos, con sus índices correspondientes, se encuentran en el Libro II. Estos anexos no se presentaron al Comité de Presidentes para su aprobación, y se incluyen simplemente por su posible interés informativo para los evaluadores.

D.	Principios relativos a la cooperación .....	58
1.	Preámbulo .....	58
2.	Alcance de la evaluación.....	59
3.	Principios 11 al 13 .....	60
E.	Principios relativos a los emisores .....	72
1.	Preámbulo .....	72
2.	Alcance de la evaluación.....	72
3.	Principios 14 al 16 .....	75
F.	Principios relativos a las instituciones de inversión colectiva .....	93
1.	Preámbulo .....	93
2.	Alcance de la evaluación.....	93
3.	Principios 17 al 20 .....	96
G.	Principios relativos a los intermediarios del mercado .....	112
1.	Preámbulo .....	112
2.	Alcance de la evaluación.....	114
3.	Principios 21 al 24 .....	115
H.	Principios relativos al mercado secundario.....	137
1.	Preámbulo .....	137
2.	Alcance de la evaluación.....	137
3.	Principios 25 al 29 .....	140
I.	Principios relativos a la compensación y liquidación .....	164
1.	Preámbulo .....	164
2.	Alcance de la evaluación.....	164
3.	Principio 30.....	166

## LISTA DE PRINCIPIOS

PÁGINA

01 Las responsabilidades del regulador deberán ser claras y estar expresadas con objetividad.....	18
02 El regulador deberá ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.....	21
03 El regulador deberá tener los poderes adecuados, los recursos apropiados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes..	26
04 El regulador deberá adoptar unos procedimientos de regulación claros y consistentes.....	29
05 El personal del regulador deberá observar las más elevadas normas profesionales, incluyendo deberes de confidencialidad.....	33
06 El régimen de regulación debe hacer un uso adecuado de los organismos de autorregulación que ejercen alguna responsabilidad de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida adecuada a las dimensiones y grado de complejidad de los mercados. ....	36
07 Los organismos de autorregulación deben estar sujetos a la supervisión de la autoridad de control y deben atenerse a estándares de justicia y confidencialidad en el ejercicio de las competencias y responsabilidades delegadas.....	38
08 El regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión.....	47
09 El regulador tendrá amplios poderes para la aplicación de la ley.....	49
10 El sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión y aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento.....	53
11 El regulador tendrá autoridad para compartir información tanto pública como no pública con homólogos nacionales y extranjeros.....	59
12 Los reguladores establecerán mecanismos que determinen cuándo y cómo compartirán información tanto pública como no pública con sus homólogos nacionales y extranjeros. ....	63

13 El sistema regulador permitirá que se preste asistencia a reguladores extranjeros que tengan que realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y el ejercicio de sus poderes.....	66
14 Se realizará una difusión completa, puntual y exacta de los resultados financieros y otra información que sea pertinente para las decisiones de los inversores.....	75
15 Los accionistas de una sociedad serán tratados de una manera justa y equitativa.....	80
16 Las normas de contabilidad y auditoría serán de una calidad elevada y aceptable a escala internacional.....	86
17 El sistema regulador fijará normas para conceder autorizaciones / licencias y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.....	96
18 El sistema regulador estipulará normas que rijan la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva y la segregación y la protección de los activos de los clientes.....	101
19 La regulación exigirá la difusión, según se expone en los principios para los emisores, que sea necesaria para evaluar la idoneidad de una institución de inversión colectiva para un inversor concreto y el valor de la participación del inversor en la institución.....	104
20 La regulación asegurará que existe una base conveniente y públicamente conocida para la valoración de los activos y la fijación de precio y el reembolso de participaciones en una institución de inversión colectiva .....	107
21 La regulación estipulará normas mínimas de entrada para los intermediarios del mercado.....	115
22 Se fijarán requisitos de capital mínimo inicial y recursos propios mínimos exigibles, así como otros requisitos prudenciales para los intermediarios del mercado, que reflejen los riesgos que los intermediarios asumen.....	121
23 Los intermediarios del mercado vendrán obligados a cumplir unas normas de organización interna y conducta operativa encaminadas a proteger los intereses de los clientes, a asegurar una correcta gestión del riesgo y según las cuales la dirección del intermediario acepte la principal responsabilidad en estas materias.....	125
24 Existirán procedimientos para los casos de quiebra de un intermediario del mercado a fin de minimizar los daños y las pérdidas de los inversores y contener el riesgo en el sistema.....	133

25 El establecimiento de sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, estará sujeto a autorización y supervisión reguladora. ....	140
26 Existirá una supervisión constante de las bolsas y los sistemas de negociación con objeto de asegurar que se mantiene la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las necesidades de los distintos partícipes del mercado. ....	146
28 La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales en la negociación. ....	153
29 La regulación tendrá por objeto asegurar la debida gestión de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y la distorsión del mercado. ....	157
30 Los sistemas de compensación y liquidación de las operaciones de valores estarán sujetos a la supervisión reguladora, y diseñados para asegurar que son justos, efectivos, eficaces y que minimizan el riesgo en el sistema. ....	166

**METODOLOGÍA PARA EVALUAR LA IMPLANTACIÓN  
DE LOS OBJETIVOS Y PRINCIPIOS DE LA OICV  
PARA LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES**

**I. INTRODUCCIÓN**

El propósito de esta metodología es servir de guía para realizar una autoevaluación o una evaluación independiente del nivel de implantación de los *Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores* de la Organización Internacional de Comisiones de Valores (los “Principios”)<sup>2</sup>. La OICV ha elaborado esta metodología con el fin de ilustrar la interpretación que la OICV hace de sus Principios.

Esta metodología no modifica ni amplía los Principios.

**A. Antecedentes de los Principios**

Los Principios establecen un marco general amplio para la regulación de los mercados de valores<sup>3</sup> que cubre la regulación de (i) los mercados de valores, (ii) los intermediarios que intervienen en esos mercados, (iii) los emisores de valores y (iv) la venta de intereses en instituciones de inversión colectiva, así como su gestión y funcionamiento. Los objetivos de ese marco son:

- (1) Proteger a los inversores<sup>4</sup>
- (2) Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes
- (3) Reducir el riesgo sistémico

Los Principios fueron aprobados por el Comité de Presidentes de la OICV en la Conferencia Anual de la OICV celebrada en septiembre de 1998<sup>5</sup>. Los 110 miembros que

---

<sup>2</sup> Informe de la OICV N.º 125, *Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores*, Comité de Presidentes de la OICV (actualizado en febrero del 2003).

<sup>3</sup> Como se indica en los Principios, el término “valores” incluye los instrumentos derivados, siempre que el contexto lo permita. Principios, nota 1.

<sup>4</sup> Para los efectos de esta Metodología, en el caso de los mercados de instrumentos derivados, el término “inversor” incluye a los clientes.

<sup>5</sup> El Comité de Presidentes aprobó los Principios al considerarlos “una valiosa fuente de información sobre los principios que subyacen a una eficaz regulación de valores y sobre los medios y técnicas que se precisan para dar efecto a esos principios...”. El Comité de Presidentes también afirmó:

Los mercados nacionales justos, eficientes y sólidos son componentes fundamentales de muchas economías nacionales, y a medida que los mercados de valores de ámbito nacional se integran cada vez más en el mercado global, los Objetivos y Principios alientan a los países a mejorar la calidad de sus sistemas de regulación de los mercados de valores; y los Objetivos y Principios representan el consenso internacional sobre los principios y prácticas prudentes para la regulación de los mercados de valores.

En esa misma reunión, la OICV manifestó que recibía con agrado los esfuerzos de otros grupos por fortalecer los mercados financieros y mejorar el nivel de protección de los inversores, y en particular la labor de las

integran el Comité de Presidentes de la OICV representan un amplio espectro de mercados con distintos niveles de complejidad y desarrollo, de distintos tamaños y en distintos entornos culturales y jurídicos. Los acuerdos de la OICV, que dotan de contenido a los Principios de la OICV, que están redactados en términos más amplios<sup>6</sup>, así como los informes de la OICV que se mencionan más arriba, son una valiosa fuente de información para consulta en relación con los Principios y los medios y técnicas necesarios para su implantación<sup>7</sup>. Los Principios se actualizaron en junio del 2003, cuando se incluyeron referencias cruzadas a otros informes y acuerdos de la OICV sobre cada Principio.

Los Principios de la OICV figuran entre los doce estándares y códigos (incluidos los relativos a compensación y liquidación) que el Foro sobre la Estabilidad Financiera destacó como claves para los sistemas financieros sólidos y merecedores de implantación prioritaria<sup>8</sup>. La OICV, como institución internacional encargada de normalizar la regulación de los mercados de valores, es el organismo experto responsable de la interpretación de los Principios. Una articulación más detallada de la manera de aplicar los Principios con arreglo a esta metodología también contribuye al logro de los objetivos generales de la OICV recogidos en sus Estatutos, y en particular el hecho de que las autoridades encargadas de regular los mercados de valores deben cooperar para lograr una mejor regulación de los mercados nacionales e internacionales mediante el establecimiento de estándares, entre otras cosas.

---

economías G-22 encaminada a mejorar la transparencia y la difusión de información para el fortalecimiento de los sistemas financieros en las economías nacionales y a escala mundial. Ver también el *Acuerdo del Comité de Presidentes sobre la aprobación de los Objetivos y Principios de la OICV para la regulación de los mercados de valores* (septiembre de 1998).

<sup>6</sup> Los Principios son el fruto de prolongadas sesiones de redacción que se llevaron a cabo bajo la dirección de los tres Presidentes de los Comités Ejecutivo, Técnico y de Mercados Emergentes de la OICV. Además de la labor del Grupo de Trabajo especial que concluyó la redacción, también hubo un período de consultas entre mayo de 1998 y el momento en que los Principios se sometieron finalmente a la aprobación de los Comités.

<sup>7</sup> Principios, página 2. En los Anexos 1 y 2 de los Principios figuran listas numéricas completas de los Acuerdos y de los Informes de la OICV, respectivamente. Los Acuerdos del Comité de Presidentes de la OICV y los Informes de la OICV también están disponibles en el sitio Web de la OICV, en <http://www.iosco.org/library/>, catalogados por mes y año de emisión. Las citas de Acuerdos e Informes de la OICV que se mencionan en esta Metodología de Evaluación incluyen una referencia al número que tiene cada documento en la lista correspondiente del Anexo a los Principios y a su mes y año de emisión.

<sup>8</sup> <http://www.fsforum.org/Standards/KeyStds.html>. El Foro sobre la Estabilidad Financiera se organizó por iniciativa de los ministros de finanzas y de los gobernadores de los Bancos Centrales de los países del G7. Está integrado por autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera en centros financieros internacionales importantes, concretamente Tesoros Públicos, Bancos Centrales y organismos reguladores y de inspección; agrupaciones internacionales de organismos normalizadores específicos del sector; instituciones financieras internacionales encargadas de promover y supervisar la implantación de las normas; y comités de expertos de bancos centrales dedicados a cuestiones de infraestructura y funcionamiento de los mercados. En la actualidad, las jurisdicciones nacionales representadas son Australia, Singapur, los Países Bajos y Hong Kong, además de los países del G7. La OICV ha participado activamente en la labor del Foro sobre la Estabilidad Financiera, que ha instado a las autoridades nacionales a expresar su compromiso con la implantación de doce estándares y códigos claves, entre los que figuran los *Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores* de la OICV.

Los Principios han servido de base para un ejercicio completo de autoevaluación dirigido por la OICV<sup>9</sup> y han sido utilizados por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (en adelante, y conjuntamente, las IFI, o Instituciones Financieras Internacionales) en el Programa de Evaluación del Sector Financiero<sup>10</sup>. Los evaluadores que utilicen esta metodología deben remitirse a las respuestas de cada jurisdicción en el ejercicio de autoevaluación, como primer paso a la hora de realizar una evaluación<sup>11</sup>.

### **B. Objetivo de elaborar una metodología de evaluación y unas medidas de evaluación**

Los Principios de la OICV se redactaron en líneas muy generales para dar cabida a las diferencias entre la legislación, los marcos jurídicos y las estructuras de los mercados de las jurisdicciones participantes. Al redactarlos, la OICV llegó a la conclusión de que no debía ser excesivamente prescriptiva en sus requisitos y, al mismo tiempo, debía ofrecer suficiente orientación sobre los elementos centrales de un marco regulatorio básico para las actividades de los mercados de valores. Los Principios están expresados en términos amplios, y la experiencia con las evaluaciones realizadas hasta la fecha indica que la calidad de las evaluaciones podría mejorar si los evaluadores dispusieran de pautas escritas de la OICV y de una serie de criterios (asignación de una categoría de evaluación) para evaluar el grado de implantación de cada principio en cada jurisdicción. Los Comités Ejecutivo, Técnico y de Mercados Emergentes de la OICV acordaron, en la Conferencia Anual de la OICV celebrada en Estambul en mayo del 2002, elaborar una serie de puntos de referencia para evaluar el grado de implantación de los Principios. Estos Comités convinieron en que los puntos de referencia debían estar basados en criterios tan objetivos como fuera posible, de tal manera que el evaluador pudiera asignar a cada jurisdicción una de las siguientes categorías de evaluación:

*Completamente implantado:* Se considerará que un Principio está *completamente implantado* si todos los criterios de evaluación (tal y como se especifican en los puntos de referencia para la asignación de una categoría de evaluación) se cumplen en líneas generales, sin deficiencias significativas.

*Ampliamente implantado:* Se considerará que un Principio está *ampliamente implantado* si las respuestas de una jurisdicción a las Preguntas clave de un Principio en particular son afirmativas salvo por lo que respecta a las Preguntas identificadas como excepciones

---

<sup>9</sup> Este ejercicio incluía la elaboración y cumplimentación por parte de los miembros de la OICV de los seis cuestionarios siguientes: un cuestionario de carácter general sobre la opinión que el organismo regulador tiene del grado de implantación de cada Principio en su jurisdicción, y cinco cuestionarios más detallados para recabar información encaminada a documentar la implantación efectiva de los Principios en relación con el organismo regulador (incluidas las actividades de inspección y cooperación), los emisores, los instituciones de inversión colectiva, los intermediarios del mercado y los mercados secundarios. También se realizó un ejercicio de comprobación a través de los comités regionales de la OICV, bajo la dirección de coordinadores regionales. Este ejercicio sirvió para determinar hasta qué punto las respuestas de cada jurisdicción a estos cuestionarios eran claras, completas y coherentes.

<sup>10</sup> El Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) que el Banco Mundial y el FMI iniciaron conjuntamente en abril de 1999 tiene por objeto diagnosticar posibles puntos débiles de los sectores financieros de los países miembros de las IFI, así como analizar sus prioridades de desarrollo.

<sup>11</sup> Ver anterior nota 9.

## INTRODUCCIÓN

admisibles para los principios *completamente implantados* y, en opinión del evaluador, tales excepciones no afectan sustancialmente a la validez general de la norma que el Principio trata de evaluar.

*Parcialmente implantado*: Se considerará que un Principio está *parcialmente implantado* si los criterios de evaluación para Principios *parcialmente implantados* se cumplen en líneas generales, sin deficiencias significativas.

*No implantado*: Un Principio se considerará *no implantado* si se aprecian deficiencias considerables en el cumplimiento de los criterios de evaluación especificados para Principios *no implantados*.

*No aplicable*: Un Principio se considerará *no aplicable* si se determina que no resulta aplicable en virtud de la naturaleza del mercado de valores de esa jurisdicción determinada y de las circunstancias estructurales, jurídicas e institucionales correspondientes. No se incluyen criterios para esta categoría de evaluación para todos los Principios.

Se entiende que las respuestas afirmativas o negativas a las Preguntas clave para determinar el grado de implantación de un Principio deberán ir acompañadas de información adicional para matizar y explicar la situación de implantación dentro de esa jurisdicción en particular, con referencia a las categorías de evaluación que se indican más arriba, y que las respuestas que no sean netamente afirmativas o negativas deberán estar debidamente explicadas.

La metodología indica claramente cuáles son las Preguntas clave que requieren una respuesta afirmativa para que ese Principio se considere *completamente implantado*, *ampliamente implantado* o *parcialmente implantado* en esa jurisdicción. No obstante, los evaluadores deberán valorar la trascendencia de cualquier punto débil y decidir si determinadas Preguntas clave son o no aplicables a la jurisdicción que están evaluando. En los casos en que las Preguntas clave se refieran a la existencia de competencias o autoridades específicas, los criterios para determinar el grado de implantación generalmente estarán claramente especificados, con la única limitación de su pertinencia. Sin embargo, cuando las Preguntas clave hagan referencia a la suficiencia de los recursos o de la aplicación de un sistema de supervisión, o al logro efectivo de determinadas funciones de control, puede suceder que la jurisdicción y el evaluador tengan que determinar la suficiencia del programa o de los recursos relacionados, o de su grado de consecución, basándose en su propio criterio. La metodología establece que, en los casos que se encuentren entre *parcialmente implantado* y *completamente implantado*, la asignación de categorías deberá realizarse con arreglo al criterio de la jurisdicción y del evaluador. No obstante, ese criterio deberá estar basado en razones documentadas y expresadas con referencia a las Preguntas clave, a los criterios de evaluación reflejados en la Asignación de una categoría de evaluación y a los objetivos de regulación contemplados en los asuntos clave.

También se entiende que el grado de implantación se refiere a un momento determinado, es decir, al momento en que se realice la evaluación. Cuando haya cambios previstos, deberán reflejarse en los comentarios tanto los efectos esperados de esos cambios en el grado de implantación de los Principios como el calendario para su introducción y la conveniencia

de dicho calendario, pero estas circunstancias no deberán influir en el resultado de la evaluación. En los casos en que se hayan aprobado recientemente nuevas leyes, programas o procedimientos, pero aún no se haya verificado su aplicación, un Principio podrá considerarse *completamente implantado* en esa jurisdicción únicamente por lo que se refiere a la existencia de las competencias o de los programas necesarios para la implantación de ese Principio, pero no en cuanto a la completa implantación de tales competencias o programas<sup>12</sup>. Además, si en la práctica no se ejerce la competencia o no se aplica el programa, por bien diseñado que esté, solamente se podrá evaluar la existencia de las competencias.

En los casos en que un Principio determinado se considere *ampliamente* o *parcialmente* implantado, o *no implantado*, en relación con un marco regulador, deberán hacerse recomendaciones para lograr la implantación completa. En los casos en que una jurisdicción haya aprobado nueva legislación o nuevos procedimientos, pero aún no los haya aplicado, el evaluador podrá hacer referencia a esta circunstancia en sus recomendaciones.

### C. **Ámbito de aplicación de esta metodología y de las evaluaciones**

Esta metodología está concebida para su aplicación a los mercados, intermediarios y productos a los que se refieren los Principios, con vistas a examinar la configuración real de los mercados, su grado de desarrollo y e grado de participación en los mismos. Tal y como se indica en los Principios, siempre que el contexto lo permita, la expresión “mercados de valores” es una forma abreviada de hacer referencia a los distintos sectores del mercado, incluidos los mercados de instrumentos derivados<sup>13</sup>. En cambio, la metodología no se aplica a los mercados monetarios, mercados de metales preciosos ni mercados de productos físicos, por ejemplo, excepto si los intermediarios en la negociación de valores intervienen por cuenta de clientes de esos mercados. La metodología también contiene información sobre el marco jurídico adecuado para lograr los objetivos de los Principios<sup>14</sup>.

### D. **El proceso de evaluación**

#### 1. ***La implantación está concebida como un proceso dinámico y constructivo para mejorar los sistemas de control***

La evaluación no es un fin en sí misma, sino que se debe considerar en primer lugar como un medio para identificar posibles lagunas, incoherencias, puntos débiles y áreas en las que tal vez se necesiten nuevas competencias o autoridades; y en segundo lugar, como un punto de partida para establecer prioridades en la mejora o reforma de leyes, normas y procedimientos existentes. La metodología contempla específicamente que el proceso de

---

<sup>12</sup> No obstante, si el programa anterior hubiera resultado en un Principio *completamente implantado* y el nuevo programa supone una mejora sobre el anterior, deberá darse a la jurisdicción la oportunidad de demostrar esta circunstancia, sin que se le penalice por mejorar su programa.

<sup>13</sup> Sin embargo, los Principios no están redactados específicamente para cubrir todas las particularidades de los mercados de instrumentos derivados. Ver también Principios, Sección 13.2.

<sup>14</sup> Libro II, Anexo 1.

evaluación requiere un diálogo en el que el regulador exponga los pormenores de la estructura de sus mercados, su legislación y su programa de control, y explique, habida cuenta de lo anterior, cómo cree que su programa cubre las Preguntas clave y los Asuntos clave para lograr los objetivos de los Principios. En este sentido, la OICV ha afirmado claramente que los Principios no deben entenderse como una mera lista de control.

### **2. *La suficiencia de la implantación depende del nivel de desarrollo y complejidad del mercado***

Tal y como especifican los Principios:

*A menudo no existe un planteamiento único sobre una materia de la regulación. La legislación y las estructuras reguladoras varían según la jurisdicción, reflejando las condiciones locales de los mercados y sus evoluciones históricas. La manera concreta en que una jurisdicción implanta los objetivos y principios descritos en este documento debe tener en cuenta todo el contexto nacional, incluso el marco legal y comercial pertinente.<sup>15</sup>*

Por ello, esta metodología no debe entenderse como limitadora de las técnicas o acciones específicas que pueden emprenderse para lograr una regulación adecuada de los mercados de valores, siempre y cuando se logren los objetivos de los Principios. En consecuencia, para aplicar esta metodología de forma que se refleje adecuadamente la situación del mercado en la jurisdicción objeto de evaluación, será necesario elaborar u obtener una descripción clara y completa de los mercados de capitales de esa jurisdicción. Esa descripción formará parte integrante de la evaluación. Los mercados que tengan un solo emisor, o un número reducido de emisores, y que sean enteramente nacionales o de carácter predominantemente institucional, plantearán cuestiones y consideraciones respecto de la suficiencia o aplicación de los Principios que serán distintas de las planteadas por las jurisdicciones con un número considerable de participantes minoristas, que tengan intermediarios frecuentemente organizados en grupos complejos, donde los emisores intervengan también en otras jurisdicciones o en que los mercados tengan otros componentes internacionales o transfronterizos.

Como se indica en los Principios, muchas veces el regulador debe estudiar cómo se regulan los mercados de valores, porque los mercados están en constante desarrollo y los sistemas de control también tienen que cambiar si quieren agilizar y regular adecuadamente estos mercados en evolución. Por ello, es lógico que los medios empleados para dar efecto a los Principios varíen con el tiempo<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> Principios, Sección 2 (énfasis añadido). La legislación y las normas relativas a los mercados de valores no pueden existir aisladas de otras leyes; tiene que haber un marco jurídico, tributario y contable adecuado y efectivo. Esto puede incluir la existencia de documentos marco, como una constitución o estatuto, conforme proceda. El evaluador debe conocer la estructura jurídica básica de la jurisdicción, incluida su legislación civil, mercantil y penal. Principios, Anexo 3

<sup>16</sup> Principios, p. 3.

### 3. *Cómo usar la metodología*

La metodología cubre cada Principio con detalle, exponiendo los asuntos clave a las que se refiere cada Principio, las Preguntas clave necesarias para determinar la situación de esas Asuntos clave, y la asignación de una categoría de evaluación para evaluar su nivel de implantación. Cuando resulta necesario, se incluye más documentación explicativa.

*La metodología pretende que el evaluador determine si el objetivo de cada Principio se cumple de forma suficiente desde dos puntos de vista: (i) desde el punto de vista jurídico (o teórico), identificando las competencias del regulador, las estipulaciones de la legislación, las normas y reglamentos pertinentes y los programas o procedimientos establecidos para poner en práctica la regulación de los mercados de valores en la jurisdicción; y (ii) desde el punto de vista del ejercicio de esas competencias en la práctica, documentando o midiendo por otros procedimientos, tales como estadísticas, entrevistas a las autoridades de control, a las empresas reguladas y a los participantes en el mercado, y por otros medios, la forma en que se ejercitan las competencias y responsabilidades contempladas en la legislación, las normas y reglamentos, y determinando si la supervisión del sistema en cuestión es eficaz. Por lo que respecta a juzgar la eficacia del sistema desde el punto de vista jurídico, es importante comprender la estructura jurídica básica de la jurisdicción; y desde el punto de vista empírico, hay que diseñar cuidadosamente los procedimientos que se emplean para obtener datos.*

En los casos en que las empresas, productos o transacciones estén exentos de requisitos fijados por el regulador, o cuando el regulador tenga potestad para conceder tales exenciones, tanto el motivo como el procedimiento por el que se otorga esa exención deben ser transparentes, deben arrojar resultados similares para personas o circunstancias similares y deben ser coherentes con los Principios.

*En cuanto a la asignación de una categoría de evaluación, el evaluador debe entender que los Principios relativos al regulador, a la aplicación de la regulación y a la cooperación deben considerarse aplicables a todas las jurisdicciones, independientemente de que tengan un mercado o no. En cambio, puede suceder que los Principios que se refieren a funciones de control no sean aplicables a algunas jurisdicciones.*

Por ejemplo, si una jurisdicción no tiene mercado secundario o no permite el acceso directo a un mercado secundario, quizás no sean aplicables las cuestiones relativas a mercados secundarios. Sin embargo, incluso si una jurisdicción no tiene un mercado secundario propio, debe contar con legislación para combatir la negociación con información privilegiada u otras malas conductas del mercado que puedan originarse en su jurisdicción y manifestarse fuera de ella.

Lógicamente, la posibilidad de determinar el grado de implantación estará limitada por el alcance de la investigación, la necesidad de recurrir para ciertos aspectos a información estadística y anecdótica y el hecho de que la implantación se evalúa en un momento determinado, y no de forma continua ni periódica. En general, la evaluación de los Principios se refiere únicamente a la calidad de la regulación de los mercados de valores en

una jurisdicción. Puede haber otros factores (tales como el clima económico y político) que influyan en la existencia de un sistema de control coherente, justo y equitativo.

Por último, si la evaluación de los Principios se realiza junto con la evaluación de otros estándares y códigos, las evaluaciones se beneficiarán de una acción coordinada. Para ello, en el Anexo 2 de esta Metodología se aborda la relación entre los Principios y otros Estándares considerados clave por el Foro sobre la Estabilidad Financiera<sup>17</sup>. La evaluación del grado de implantación de un Principio no supone garantía alguna frente a la eventualidad de un revés político o económico, o ante la posibilidad de burlar un sistema de control adecuado.

### **E. Organización de la metodología y sus anexos.**

*La metodología de evaluación contenida en el Libro I [tal y como la aprobó la OICV] está dividida en dos partes:*

La **Parte I** es una introducción al origen de los Principios. Incluye antecedentes del proceso de autoevaluación de la OICV e información sobre la forma de llevar a cabo la evaluación.

La **Parte II** consiste en un análisis principio por principio que cubre los aspectos siguientes: Asuntos clave, Preguntas clave y Asignación de una categoría de evaluación. Este análisis, que está organizado de la misma forma que los Principios, está dividido en nueve secciones. Las cuatro primeras secciones, que se refieren al regulador, la autorregulación, la aplicación de la regulación y la cooperación, describen las competencias y la función del regulador. Las cinco secciones siguientes, que se refieren a los emisores, los instituciones de inversión colectiva, los intermediarios del mercado, los mercados secundarios y las actividades de compensación y liquidación, reflejan cada una de las cinco áreas funcionales de la regulación de los mercados y tienen por objeto abordar los objetivos de la regulación de los mercados de valores en la práctica. Cada una de las secciones está precedida de un preámbulo explicativo y de una sección en la que se establece su ámbito de aplicación y sirve de introducción y de ayuda para entender la sección. Cada uno de los Principios también está precedido de un preámbulo explicativo.

*Los Anexos contenidos en el Libro II son una recopilación de documentación auxiliar y de referencia relacionada. Esa documentación no está aprobada por la OICV, salvo que la OICV la apruebe de forma independiente.*

El **Libro II** contiene una serie de Anexos con documentación para facilitar la labor de los autoevaluadores y de los evaluadores independientes, en la que se describe el marco jurídico general deseable para un sistema eficaz de regulación de los mercados de valores, así como su correspondiente infraestructura; se establecen concordancias entre los Principios y algunos de los Estándares clave del Foro sobre la Estabilidad Financiera; se

---

<sup>17</sup> Anexos 2-1 al 2-4 del Libro II, sobre la concordancia (relación) de los Principios con otros estándares internacionales para combatir el blanqueo de fondos, la gobernanza, la transparencia y la compensación y liquidación.

## INTRODUCCIÓN

comparan los cuestionarios de autoevaluación de la OICV con las Preguntas clave de la metodología de Evaluación; se expone un posible plan de acción para fijar prioridades entre las mejoras necesarias en los sistemas de control que requieren cambios integrales; y se incluye la metodología de evaluación específica para los sistemas de compensación de transacciones de valores desarrollada conjuntamente por el Comité sobre sistemas de pago y liquidación del Grupo de los Diez y la OICV. El Libro II también incluye un modelo de informe de autoevaluación y de hoja de trabajo para la asignación de una categoría de evaluación, con instrucciones para su cumplimentación [además de un CD-ROM con la versión electrónica del modelo] que pueden servir de ayuda a los evaluadores al realizar su tarea.

## II. ANÁLISIS PRINCIPIO POR PRINCIPIO

### A. Principios relativos al regulador

#### 1. *Preámbulo:*

En esta metodología, el término “regulador” se refiere a la autoridad o autoridades que tienen la responsabilidad de regular, vigilar y supervisar los mercados de valores. La autoridad o autoridades responsables, o competentes, son las que tienen jurisdicción sobre cada una de las cuestiones que se abordan en los Principios y en esta metodología en relación con los emisores, instituciones de inversión colectiva, intermediarios del mercado y mercados secundarios (con inclusión de la compensación y liquidación), y pueden incluir a otros organismos de cumplimiento de la legislación, organismos públicos y entes reguladores.

*Los Principios no estipulan que el regulador deba tener una estructura determinada.*

En esta metodología, el término “regulador” se utiliza para abreviar.

No tiene que haber necesariamente un solo regulador. En muchas jurisdicciones, las cualidades deseables del regulador que se establecen en los Principios son, de hecho, responsabilidad compartida de dos o más organismos públicos o cuasi públicos, con competencias de gobierno<sup>18</sup>.

Los Principios establecen las características deseables del regulador. Es fundamental que el regulador sea independiente y responsable, y que tenga competencias y recursos adecuados para garantizar el logro de los tres objetivos centrales de la regulación de los mercados de valores. De acuerdo con los Principios, la labor de supervisión y vigilancia del mercado, que corresponde al regulador, y la necesidad de estrecha cooperación entre las distintas autoridades de control son elementos esenciales para el buen desarrollo de la función de control. El posible papel de las organizaciones de autocontrol y las cualidades deseables de esas organizaciones se tratan por separado, en los Principios 6 y 7.

*El regulador y la eficacia de sus acciones debe abordarse en el contexto del marco legal y del sistema jurídico de la jurisdicción que se esté evaluando. Al evaluar el regulador*

---

<sup>18</sup> En esta Metodología, siempre que el contexto lo requiera, el término “regulador” se refiere a todas las autoridades que ejercen las competencias que aquí se describen. Cuando el “regulador” deba cumplir ciertos objetivos o tareas, o ejercer determinadas competencias, se entenderá que los Principios están implantados en una jurisdicción siempre que una de las autoridades competentes pueda cumplir cada uno de los objetivos o tareas, o ejercer una competencia determinada, incluso si el cumplimiento de los distintos objetivos o tareas, o el ejercicio de las distintas competencias, recae en distintas autoridades responsables de supervisar el cumplimiento de la legislación u otros órganos gubernamentales y de control. Ver también Principios, Sección 6, nota 11. El término “homólogo del regulador” significa otra autoridad de control con competencias similares. Cuando se emplea el término “organismo público”, la competencia a la que se hace referencia puede recaer en una autoridad distinta de la encargada de regular el mercado.

*también se debe tener en cuenta la situación y el grado de desarrollo del mercado del país en cuestión (ver la Introducción a esta metodología).*

Los Principios 1 al 5 están estrechamente relacionados con los Principios 8 al 13. En consecuencia, las evaluaciones de estos Principios deben arrojar resultados coherentes. Por ejemplo, debería ser imposible concluir que el Principio 3 está completamente implantado si el regulador no tiene amplias competencias de supervisión, tal y como exige el Principio 8.

En todos los casos, los reguladores deben tener la responsabilidad de dictar y aplicar las normas y reglas necesarias para lograr los objetivos centrales clave de la regulación de los mercados de valores, verificar si se han logrado dichos objetivos y adoptar medidas de supervisión u otras medidas adecuadas si se contravienen o incumplen los requisitos establecidos, dentro de su propio marco jurídico y legal. Además, los reguladores deben tener la obligación de aplicar la normativa de forma responsable, justa y eficaz.

### **2. Alcance de la evaluación**

El evaluador debe obtener una perspectiva completa del sistema jurídico de la jurisdicción objeto de evaluación. Dado que la responsabilidad de la regulación de los mercados de valores puede estar compartida por más de una autoridad competente, el evaluador debe informarse sobre cada una de ellas y conocer su estructura, competencias, ámbito de responsabilidad y operaciones. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones puede haber intermediarios del mercado distintos de las empresas de valores (por ejemplo, instituciones bancarias o de crédito, aseguradoras y fondos de jubilación o de pensiones) autorizadas para desarrollar actividades relacionadas con valores, pero puede suceder que estén sujetas a un regulador diferente para todas o algunas de sus actividades.

*En los casos en que haya más de una autoridad responsable, el evaluador deberá obtener una descripción del reparto de responsabilidades para cada una de las áreas funcionales de regulación que se identifican más arriba, así como información detallada sobre los acuerdos de cooperación existentes entre las distintas autoridades.*

### 3. *Principios 1 al 5*

<b>Principio 1</b> Las responsabilidades del regulador deberán ser claras y estar expresadas con objetividad.
---

Entre las características deseables de un regulador se encuentra la de tener una estructura organizativa y unas competencias que le permitan lograr los objetivos básicos de la regulación de los mercados de valores. Al evaluar este Principio, el evaluador debe considerar si las disposiciones legales que autorizan y regulan la actividad del regulador demuestran que el regulador puede realizar su trabajo, de acuerdo con procedimientos y objetivos previamente definidos en el marco legal correspondiente, y de qué manera lo hacen. El evaluador también debe determinar si los acuerdos alcanzados demuestran que el marco legal puede crear e implantar un sistema para proteger a los inversores, propiciar mercados justos, eficaces y transparentes y reducir el riesgo sistémico.

#### **Asuntos clave**<sup>19</sup>

1. Las responsabilidades del regulador deben estar expresadas de forma clara y objetiva, preferiblemente por ley.
2. La legislación debe estar redactada de tal forma que se eviten los vacíos y desigualdades si la responsabilidad está repartida entre distintos reguladores. Cuando las responsabilidades de control estén divididas, las conductas esencialmente del mismo tipo en general no deben estar sujetas a requisitos incoherentes.
3. Las autoridades responsables deben cooperar entre sí de forma eficaz, a través de canales adecuados<sup>20</sup>.

#### **Preguntas clave**

4. Indicar lo siguiente en relación con las responsabilidades y competencias y del regulador<sup>21</sup>:
  - a) ¿Están claramente definidas y expresadas con transparencia, preferiblemente por ley? Por lo que respecta a las competencias y la jurisdicción, ¿se pueden hacer valer?

---

<sup>19</sup> Principios, Sección 6.2.

<sup>20</sup> Id., nota 13. Ver también Principios 11 y 12.

<sup>21</sup> El regulador puede verse en la necesidad de actuar conforme a su propio criterio para cumplir sus objetivos en un mercado en rápida evolución, pero la forma de determinar el alcance de esa potestad y de controlar su ejercicio determina si el regulador actúa de forma responsable, justa y coherente.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

- b) En el caso de que el regulador tenga potestad para interpretar su autoridad, ¿los criterios para esa interpretación son claros y transparentes?
  - c) ¿El proceso de interpretación es suficientemente transparente como para impedir que se produzcan abusos?
5. Si hay más de una autoridad nacional responsable:
- a) ¿La legislación evita vacíos o desigualdades ante cualquier situación de responsabilidad repartida entre distintas autoridades?
  - b) ¿Las conductas que son esencialmente del mismo tipo en general están sometidas a exigencias coherentes?
6. Si hay más de una autoridad nacional responsable:
- a) ¿Existen acuerdos eficaces de cooperación y transmisión de información entre las distintas autoridades a través de canales adecuados?
  - b) ¿Las autoridades responsables tienen obligación de cooperar y comunicarse entre sí en cuestiones de responsabilidad compartida?
  - c) ¿Las distintas autoridades cooperan y se comunican sin limitaciones de importancia?<sup>22</sup>

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2 y 3 si no resultan aplicables debido a la existencia de una sola autoridad responsable.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto la Pregunta 2(b), o la Pregunta 3(b), siempre que no haya dos autoridades responsables diferentes que supervisen una misma entidad. Es decir, siempre que la inspección prudencial y la supervisión de la actuación de una entidad estén a cargo de distintas autoridades de control.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 1(c) y 2(b), y la Pregunta 3(b), si hay más de una autoridad responsable que supervisa a la misma entidad.

---

<sup>22</sup> Las medidas para proteger la confidencialidad de la información no pública que se ajusten a los usos permitidos no deben considerarse como limitaciones de importancia. Ver también el Principio 12.

### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o ambas Preguntas 1(a) y 1(b) y, cuando resulten aplicables, a una o más de las Preguntas 2(a), 3(a) y 3(c).

### **Notas explicativas**

En los casos en que la responsabilidad de la regulación de los mercados de valores esté compartida por más de un regulador y existan diferencias entre las responsabilidades y competencias de estas autoridades de control, en la evaluación se deberán identificar todas las autoridades de control y se deberá valorar si todas las responsabilidades y competencias de las autoridades de control, consideradas conjuntamente, son suficientes para cubrir todos los componentes de los Principios, de las Preguntas clave y de los Asuntos clave. Para ello es necesario explicar cómo están repartidas y ejercidas las competencias y responsabilidades que se consideran relevantes en la metodología en una jurisdicción integrada por múltiples unidades, o en los casos en que las competencias de regulación estén repartidas por función, valor, servicio o entidad.

Los Principios no se pronuncian sobre la posibilidad de repartir la regulación de los mercados de valores por función, valor, servicio, entidad o tipo de transacción. Lo que importa es determinar y considerar cómo se regulan los mercados financieros, sus participantes e intermediarios, los valores y los servicios característicos de la jurisdicción objeto de evaluación.

El término “vacíos” debe entenderse como lagunas en la cobertura (no en los resultados) de aspectos básicos (funciones y objetivos) de la regulación de los mercados de valores (por ejemplo, instituciones de inversión colectiva, emisores, intermediarios del mercado, mercados secundarios, supervisión) que sean aplicables al sistema que se está evaluando y no estén cubiertos por él. El evaluador debe recabar la opinión de la jurisdicción objeto de evaluación sobre los vacíos y desigualdades. Los vacíos y las deficiencias funcionales más específicas deben valorarse bajo los Principios concretos relativos a cada elemento de la regulación de los mercados de valores. Debe aportarse información documental sobre la forma en que se han cubierto todas las áreas de los Principios y, en los casos en que la autoridad esté repartida, deben explicarse los acuerdos de cooperación existentes.

Si la legislación no aborda adecuadamente los vacíos o desigualdades, y si no cabe la posibilidad de introducir modificaciones a corto plazo, se puede recurrir a los procedimientos establecidos para evitar desigualdades o vacíos en situaciones de responsabilidad compartida, como protocolos o acuerdos con otras autoridades u organismos reguladores de los servicios financieros, para garantizar una cobertura adecuada y justa de las funciones y objetivos de la regulación de los mercados de valores.

**Principio 2 El regulador deberá ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.**

La independencia y la responsabilidad están relacionadas entre sí. Independencia significa capacidad para introducir medidas de control y para tomar decisiones e imponerlas sin interferencias externas (ya sean políticas o comerciales). Responsabilidad significa que, en el ejercicio de sus competencias y en el uso de sus recursos, el regulador debe estar sujeto a su vez a un sistema adecuado de escrutinio y control.

**Asuntos clave**

*Independencia*<sup>23</sup>

1. El regulador debe ser operativamente independiente de interferencias políticas externas<sup>24</sup> y de intereses comerciales u otros intereses sectoriales en el ejercicio de sus funciones y competencias.
2. Las consultas con ministros del gobierno o con otras autoridades, o la aprobación por parte de estas autoridades, no deben afectar a la toma de decisiones cotidiana en cuestiones técnicas.
3. En las jurisdicciones donde determinadas cuestiones de control deban someterse a consulta o incluso a la aprobación de un ministro del gobierno o de otra autoridad, las circunstancias en que se exija o se permita realizar la consulta u obtener la aprobación deben estar claramente especificadas y el proceso de consulta y los criterios de acción deben ser suficientemente transparentes, o estar sujetos a inspección, para salvaguardar su integridad.
4. El regulador debe disponer de una fuente de financiación estable y suficiente para ejercer sus competencias y responsabilidades.
5. El regulador y su personal deben contar con protección legal adecuada cuando actúen de buena fe en el ejercicio de sus funciones y competencias.

*Responsabilidad*

6. El regulador debe responder públicamente del uso que hace de sus competencias y recursos, para garantizar que mantiene su integridad y credibilidad.
7. Debe existir un sistema que permita la revisión judicial de las decisiones firmes del regulador.

---

<sup>23</sup> Principios, Sección 6.3.

<sup>24</sup> La palabra “interferencia” significa cualquier forma de contacto, a cualquier nivel, de carácter formal o informal, que afecte a la toma de decisiones cotidiana y no se pueda someter a escrutinio o control.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

8. Cuando la responsabilidad sea ante el gobierno u otro organismo externo, tiene que respetarse el carácter confidencial y comercialmente sensible de la información que está en poder del regulador. Deben existir salvaguardias para proteger esa información del uso inadecuado o de su difusión.

### **Preguntas clave**

#### *Independencia*

1. ¿El regulador del mercado tiene capacidad de operar cotidianamente
  - a) Sin interferencias políticas externas?
  - b) Sin interferencias comerciales o de otros intereses del sector?<sup>25</sup>
2. En los casos en que determinadas cuestiones de control deban someterse a consulta o incluso a la aprobación de un ministro del gobierno o de otra autoridad:
  - a) ¿El proceso de consultas está establecido por ley?
  - b) ¿La toma de decisiones cotidiana sobre cuestiones técnicas está excluida de las circunstancias que requieren consultas?
  - c) ¿Las circunstancias en que se exige o se permite realizar esas consultas u obtener esa aprobación están claramente especificadas, y el proceso es suficientemente transparente, o la inobservancia de los procedimientos y la decisión de control o su resultado están sujetos a suficiente revisión, para salvaguardar su integridad?
3. ¿El supervisor del mercado cuenta con una fuente de financiación estable, continua y suficiente para cubrir sus necesidades de supervisión y funcionamiento?
4. ¿El regulador, el jefe y los miembros del órgano de gobierno del regulador y su personal cuentan con protección legal adecuada en el ejercicio de buena fe de sus funciones y competencias administrativas, de gobierno y de control?<sup>26</sup>
5. ¿El jefe y los miembros del órgano de gobierno del regulador están sujetos a mecanismos orientados a proteger su independencia, como procedimientos para realizar nombramientos, fijar su duración y decidir los criterios para su revocación?

#### *Responsabilidad*

6. En cuanto al sistema de rendición de cuentas sobre el uso de competencias y recursos por parte del regulador:

---

<sup>25</sup> Principio 3. Las acciones administrativas, como la concesión de autorizaciones o el inicio de inspecciones o investigaciones, deben supervisarse ordinariamente con especial atención para comprobar que están libres de influencias inadecuadas.

<sup>26</sup> Principio 5.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

- a) ¿El regulador está obligado a rendir cuentas ante el órgano legislativo u otro organismo público de forma continua?
  - b) ¿El regulador está obligado a actuar con transparencia<sup>27</sup> en su forma de proceder y en el uso de sus recursos, y a hacer públicas las acciones que afecten a los usuarios del mercado y a los organismos regulados, con la excepción de la información que sea confidencial o comercialmente sensible?
  - c) ¿La recepción y el uso de fondos por parte del regulador están sujetos a inspección o auditoría?
7. Indicar lo siguiente en relación con los medios para que las personas físicas o jurídicas que se consideren perjudicadas por las decisiones de un regulador, o por el ejercicio de su autoridad administrativa, soliciten la revisión de su situación ante los tribunales:
- a) ¿El regulador está obligado a aportar razones por escrito que justifiquen sus decisiones importantes?<sup>28</sup>
  - b) ¿El proceso para la toma de estas decisiones incluye suficientes protecciones procesales para resultar útil?
  - c) En los casos apropiados, ¿las personas afectadas pueden hacer observaciones antes de que el regulador tome estas decisiones?<sup>29</sup>
  - d) ¿Todas estas decisiones adoptadas por el regulador están sujetas a un procedimiento de revisión suficiente e independiente que, en última instancia, lleve a la revisión judicial?
8. Si la responsabilidad es ante el gobierno u otro organismo externo, ¿la información confidencial o comercialmente sensible está sujeta a salvaguardias apropiadas para prevenir su uso inadecuado o su difusión?

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

---

<sup>27</sup> El regulador debe estar obligado por ley a rendir cuentas; se puede considerar que está “obligado” a actuar con transparencia si, como principio general establecido en la legislación, los procedimientos o las prácticas administrativas y el uso que hacen de sus competencias y recursos es transparente en general.

<sup>28</sup> No es necesario que el regulador esté obligado por ley a aportar sus razones por escrito, siempre y cuando existan procedimientos formales escritos que establezcan cuándo lo hará.

<sup>29</sup> Por ejemplo, una carta de advertencia puede no estar sujeta a un procedimiento adicional.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto la Pregunta 6(b).

### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto la Pregunta 2(b) o 2(c) y las Preguntas 4, 5, 6(b) y 7(c).

### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 2(a), 2(b) y 2(c) (ambas), 3, 6(a), 6(c), 7(a), 7(b), 7(d) u 8.

### **Notas explicativas**

El equilibrio entre independencia y responsabilidad es delicado. Los Principios no se pronuncian sobre el lugar que debe ocupar el regulador dentro de la estructura del gobierno. No obstante, en distintas circunstancias es necesario vigilar con especial atención la salvaguardia de su independencia. No solo es necesario tomar en consideración la asignación de responsabilidades de control, el marco conceptual para la rendición de cuentas y los procedimientos u otros mecanismos existentes para lograr la independencia, sino también la relación efectiva entre el regulador y cualquier organismo gubernamental de inspección. Si es posible, se debe examinar el efecto de estas relaciones en casos concretos. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones puede haber normas o políticas que requieran la aprobación de un ministro del gobierno, o puede haber otras cuestiones importantes en materia de inspección que requieran consultas o la aprobación por un ministro del gobierno u otra autoridad. Además, algunas veces se examinan determinadas cuestiones dentro del gobierno para comprobar si se ajustan a la legislación aplicable. Las circunstancias en que se exija o permita realizar esas consultas u obtener esa aprobación deben estar claramente especificadas, y el proceso debe ser suficientemente transparente, o estar sujeto a revisión para salvaguardar su integridad.

Los criterios para la toma de decisiones también pueden proteger el proceso de interferencias políticas inadecuadas. Por ejemplo, si las decisiones sobre concesión de autorizaciones se pueden invalidar desde un ministerio sin que haya criterios claros para denegar la licencia y sobre el proceso de toma de decisiones, se daría una vulneración inadecuada de la independencia. Es sumamente importante contar con una fuente de financiación estable, porque la independencia operativa puede peligrar si la financiación se puede restringir desde el exterior. El evaluador puede preguntar a la jurisdicción objeto de examen si la fuente de financiación puede afectar negativamente a su accesibilidad.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

Dado que este Principio evalúa la independencia, el marco legal debe incluir la posibilidad de proteger la información sensible que se transmita a otras autoridades con capacidad para tomar decisiones, con el fin de evitar interferencias indebidas con la actividad de las autoridades de control. Las salvaguardias previstas deben formar parte del sistema.

Un ejemplo de protección legal adecuada para los reguladores que actúen de buena fe en el ejercicio de sus funciones de control sería la inmunidad personal cualificada respecto de acciones realizadas de buena fe en el ejercicio de sus funciones. También puede haber otras medidas. La suficiencia y el tipo de protección legal que se ofrece a los reguladores que actúan de buena fe en el ejercicio de sus funciones de control debe evaluarse teniendo en cuenta el sistema legal aplicable en la jurisdicción objeto de evaluación.

La celebración de consultas formales con intereses comerciales, incluso los que están sujetos a control, tal y como se contempla en el Principio 4, no menoscaban la independencia.

**Principio 3 El regulador deberá tener los poderes adecuados, los recursos apropiados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes.**

Las competencias y recursos del regulador deben corresponderse con el tamaño, complejidad y tipos de los mercados que controla y con su necesidad de realizar las funciones contenidas en estos Principios. Una vez evaluados todos los Principios y la eficacia del programa de control de la jurisdicción, el evaluador debe determinar si hay fundamento para concluir que las competencias, los recursos y la capacidad del regulador son suficientes.

#### **Asuntos clave<sup>30</sup>**

1. El regulador debe tener competencias en materia de concesión de autorizaciones, supervisión, inspección, investigación y ejecución.
2. El regulador debe contar con financiación adecuada para ejercer sus competencias y responsabilidades.
3. El nivel de recursos asignados debe reflejar la dificultad de atraer y conservar empleados experimentados.
4. El regulador debe asegurarse de que sus empleados reciben formación adecuada y continua.

#### **Preguntas clave<sup>31</sup>**

1. ¿Las competencias del regulador son suficientes, teniendo en cuenta la naturaleza de los mercados de la jurisdicción y una evaluación completa de estos Principios, para ejercer las responsabilidades que se le han asignado?
2. Por lo que respecta a la financiación:
  - a) ¿La financiación de que dispone el regulador se ajusta a sus necesidades para supervisar un mercado determinado, teniendo en cuenta su tamaño, complejidad y tipos de funciones sujetas a control, inspección o vigilancia?
  - b) ¿El regulador puede modificar la asignación operativa de los recursos, una vez concedidos?

<sup>30</sup> Principios, Sección 6.4. Ver también las Preguntas clave sobre inspección y cooperación, en los Principios 8, 9, 11 y 13, y las Preguntas clave relativas a las competencias de control en relación con los emisores, intermediarios del mercado, instituciones de inversión colectiva y mercados secundarios.

<sup>31</sup> Las respuestas a estas Preguntas deben ser coherentes con las competencias y autoridades que se tratan en otras secciones.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

3. ¿El nivel de recursos refleja la dificultad de atraer y retener personal experimentado y cualificado?
4. ¿El regulador se asegura de que sus empleados reciben formación adecuada y continua?

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*<sup>32</sup>

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto la Pregunta 3.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2(b), 3 y 4.

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o ambas Preguntas 1 y 2(a).

### **Notas explicativas**

Las competencias atribuidas al regulador deben ser proporcionadas a las funciones que se le encomiendan. Si hay más de un regulador, las competencias necesarias para la implantación pueden estar repartidas entre ellos. Las competencias atribuidas, en su conjunto, deben ser suficientes para que sea posible lograr la implantación de los otros Principios de esta metodología. Tal vez el evaluador desee revisar este Principio una vez concluida toda la evaluación.

En los mercados complejos, puede resultar necesario recurrir a medios tecnológicos para garantizar el cumplimiento eficaz de las funciones de control. Un programa adecuado de formación para inversores también puede ayudar al regulador a desempeñar sus responsabilidades. La formación para inversores se evalúa bajo el Principio 4.

El regulador debe tener oportunidad de demostrar al evaluador que sus competencias y su financiación son suficientes y, en particular, cómo las emplea para lograr sus objetivos y desempeñar sus responsabilidades legales y de control; por ejemplo, la forma en que el

---

<sup>32</sup> Por lo que se refiere a *ampliamente implantado* y *parcialmente implantado*, puede suceder que la disponibilidad y suficiencia de recursos deba evaluarse en algún punto entre *completamente implantado* y *parcialmente implantado* con la orientación de la jurisdicción objeto de evaluación.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

regulador mide su eficacia, su rapidez de respuesta, su nivel de cobertura y su capacidad de ceñirse a sus prioridades.

La renovación de la plantilla puede indicar incapacidad de atraer y conservar personal cualificado. El evaluador debe solicitar más información sobre los motivos.

**Principio 4 El regulador deberá adoptar unos procedimientos de regulación claros y consistentes.**

Los procesos y procedimientos claros, coherentes y transparentes forman parte de un sistema fundamentalmente justo y del marco para el desarrollo de las decisiones de control y la toma de medidas de control que garantice una buena responsabilización. Con todo, las políticas de transparencia deben equilibrar, por una parte, el derecho de los individuos a la confidencialidad, y las necesidades de inspección y vigilancia de los reguladores, y por otra el objetivo de lograr unos procesos de control justos, equitativos y abiertos.

**Asuntos clave**<sup>33</sup>

*Procedimientos claros y equitativos aplicados con uniformidad*

1. Al ejercer sus competencias y desempeñar sus funciones, el regulador debe emplear procesos que sean:
  - a) Uniformes en su aplicación
  - b) Comprensibles
  - c) Transparentes para el público
  - d) Justos y equitativos
2. Al formular sus medidas, y siempre que las cuestiones de inspección y vigilancia así lo aconsejen<sup>34</sup>, el regulador debe:
  - a) Celebrar un proceso de consultas con el público, incluidos quienes puedan verse afectados por las medidas.
  - b) Revelar públicamente su política relativa a cuestiones operativas importantes<sup>35</sup>.
  - c) Tener en cuenta el coste de cumplir la normativa.
3. El regulador debe atenerse a normas de equidad procedimental.

---

<sup>33</sup> Principios, Sección 6.5.

<sup>34</sup> Principios, nota 14. En algunas áreas operativas y en algunos casos, especialmente en el ámbito de la inspección y vigilancia, las consultas y la difusión pueden resultar innecesarias o inadecuadas, ya que pueden poner en peligro la implantación efectiva de las medidas.

<sup>35</sup> Es decir, su política en cuanto a emisores, instituciones de inversión colectiva, intermediarios del mercado y mercados secundarios.

*Transparencia y confidencialidad*

4. Las prácticas relacionadas con la transparencia, tales como la publicación de informes sobre los resultados de investigaciones o estudios, cuando estén autorizadas, deberán ser coherentes con el derecho de cualquier persona a una vista imparcial y a la protección de sus datos personales, factores que muchas veces excluyen la publicidad cuando una cuestión aún se está investigando.

*Educación de los inversores*

5. Las autoridades de control deben desempeñar un papel activo en la educación de los inversores y de otros participantes en el mercado.

**Preguntas clave**

*Procedimientos claros y equitativos*

1. ¿El regulador está sujeto a reglas y normas de procedimiento razonables?
2. Indicar lo siguiente sobre el regulador:
  - a) ¿Tiene establecido un proceso de consultas con el público, o con una parte del público, incluidos quienes puedan verse afectados por su política, por ejemplo mediante la publicación de las normas propuestas para que el público exprese sus comentarios, la distribución de borradores, el establecimiento de comités asesores o el recurso a contactos informales?
  - b) ¿Publica y explica sus políticas, salvo las relativas a cuestiones de inspección y vigilancia, en áreas operativas importantes, por ejemplo mediante interpretaciones de acciones de control, la fijación de estándares o la emisión de opiniones en las que se expresen las razones de las acciones de control?
  - c) ¿Revela al público los cambios en las normas o políticas, así como las razones en que se basan?
  - d) ¿Tiene en cuenta, al formular sus políticas, los costos que comporta cumplir la normativa?<sup>36</sup>
  - e) ¿Pone todas las reglas y normas a disposición del público?<sup>37</sup>
  - f) ¿Pone a disposición del público sus procedimientos de elaboración de normas?<sup>38</sup>

---

<sup>36</sup> Ver nota explicativa.

<sup>37</sup> Por ejemplo, en su sitio Web o a través de informes fácilmente accesibles. Ver también el Principio 1.

<sup>38</sup> Principio 2.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

3. A la hora de evaluar la equidad procedimental:
- a) ¿Existen normas que regulen la relación con el regulador, concebidas para garantizar la equidad procedimental?
  - b) ¿El regulador está obligado<sup>39</sup> a dar por escrito las razones en que se basan sus decisiones, cuando éstas afecten a los derechos o intereses de otros?
  - c) ¿Todas las acciones importantes del regulador relativas a la aplicación de sus reglas están sujetas a revisión?
  - d) ¿Esas decisiones están sujetas a revisión judicial en los casos en que afecten negativamente a personas físicas o jurídicas?
  - e) ¿Los criterios generales para conceder, denegar o revocar una licencia son públicos, y los interesados tienen derecho a audiencia sobre la decisión de conceder, denegar o revocar una licencia?

### *Transparencia y confidencialidad*

4. Si resulta aplicable, ¿los procedimientos para hacer públicos los informes sobre investigaciones es coherente con los derechos de las personas, incluidos los derechos de confidencialidad y protección de datos?

### *Educación de los inversores*

5. ¿El regulador desempeña un papel activo a la hora de promover la educación sobre protección de los inversores?

### *Aplicación uniforme*

6. ¿El ejercicio de las competencias del regulador y el desempeño de sus funciones se lleva a cabo de manera uniforme?

## **Asignación de una categoría de evaluación**

### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables<sup>40</sup>.

### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto la Pregunta 2(d).

---

<sup>39</sup> No es necesario que el regulador esté obligado por ley a expresar sus razones, siempre y cuando existan procedimientos formales escritos que establezcan cuándo lo hará.

<sup>40</sup> Principio 2. Si no hay competencias para hacer públicos los informes, no será necesario proteger la confidencialidad.

*Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2(b), 2(d), 2(f) y 5.

*No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2(a), 2(c), 2(e), 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 3(e), 4 o 6.

**Notas explicativas**

El evaluador debe determinar si existen leyes, normas o procedimientos específicos que regulen la estructura administrativa, y si esas reglas son claras, accesibles y transparentes. Estas reglas ayudarían a garantizar que los procedimientos se apliquen de manera uniforme y que sean comprensibles, transparentes para el público y equitativos.

En algunas áreas operativas y en algunos casos, especialmente en el ámbito de la inspección y vigilancia, las consultas y la difusión pueden resultar innecesarias o inadecuadas, ya que pueden poner en peligro la implantación efectiva de la política de control.

Puede suceder que haya distintos niveles o procedimientos de revisión para distintos tipos de acciones de control. Por ejemplo, la elaboración de las reglas puede estar sujeta a procedimientos de revisión distintos de los que se aplican a la concesión de autorizaciones o la adopción de medidas de inspección. Esto no resulta coherente con los Principios si los procedimientos de revisión se aplican de manera transparente y equitativa<sup>41</sup>.

Un procedimiento eficaz de consultas puede responder a la necesidad de tomar en consideración los efectos de la regulación y tener en cuenta los costes de cumplir la regulación. En general, el regulador debe ser capaz de evaluar en líneas generales la utilización de sus recursos. No es necesario que el regulador realice un análisis específico coste / beneficios para que se considere que ha tomado en consideración el coste del cumplimiento a la hora de definir sus medidas de control.

Puede que resulte necesario mantener entrevistas con partes afectadas y estudiar otra documentación para confirmar si los procedimientos efectivamente se aplican de manera uniforme, justa y equitativa, y si el mercado está abierto a prácticas de competencia leal.

También se debe invitar al regulador a explicar qué tipo de actividades o programas de educación de los inversores están promovidos por el regulador dentro de la jurisdicción objeto de examen.

---

<sup>41</sup> Principio 2, Pregunta clave 7, supra.

**Principio 5 El personal<sup>42</sup> del regulador deberá observar las más elevadas normas profesionales, incluyendo deberes de confidencialidad.**

**Asuntos clave<sup>43</sup>**

1. Los empleados del regulador deben observar una conducta profesional intachable y recibir una orientación clara al respecto, con inclusión de lo siguiente:
  - a) Evitación de los conflictos de intereses (incluidas las condiciones bajo las cuales los empleados pueden negociar con valores)
  - b) Uso adecuado de información obtenida en el ejercicio de sus competencias y el desempeño de sus tareas
  - c) Correcta observancia de las estipulaciones relativas a confidencialidad y secreto y de la protección de datos personales
  - d) Mantenimiento de la equidad procedimental
2. El incumplimiento de los estándares de integridad profesional debe estar sujeto a sanciones.

**Preguntas clave**

3. ¿Los empleados del regulador están obligados a atenerse a requisitos legales o a un código de conducta u otras directrices expresadas por escrito en relación con
  - a) Evitación de los conflictos de intereses?
  - b) Restricciones a la tenencia o negociación de valores dentro de la jurisdicción del regulador o requisitos para declarar sus propios asuntos o intereses financieros?
  - c) Uso adecuado de información obtenida en el ejercicio de sus competencias y el desempeño de sus tareas?
  - d) Correcta observancia de las estipulaciones relativas a confidencialidad y secreto, y sobre protección de datos personales?
  - e) Mantenimiento de la equidad procedimental por parte de los empleados en el desempeño de sus funciones?

---

<sup>42</sup> Para satisfacer los Principios 2 y 4, también debe entenderse que el Principio 5 se aplica al responsable y a los empleados del regulador.

<sup>43</sup> Principios, Sección 6.6.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

4. ¿Existen:
- a) Procedimientos para investigar y resolver alegaciones de vulneración de las medidas indicadas más arriba?
  - b) Sanciones jurídicas o administrativas por el incumplimiento de estas medidas?

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, con la salvedad de que puede no haber un seguimiento activo de las cuestiones a las que se refieren las Preguntas 1(a) y 1(b).

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, con la salvedad de que respecto de las Preguntas 1(a) a 1(e) puede haber deficiencias menores en la observancia de los procedimientos, incluida la falta de seguimiento activo de las cuestiones a las que se refieren las Preguntas 1(a) y 1(b).

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 1(c), 1(d) o 1(e), con sujeción a los desvíos respecto del cumplimiento pleno que se permiten en *Parcialmente implantado*, o imposibilidad de responder afirmativamente a las Preguntas 2(a) o 2(b).

### **Notas explicativas**

Las Preguntas clave se refieren a los requisitos relativos al mantenimiento de estándares profesionales elevados. El evaluador debe obtener documentación sobre procedimientos concretos y de la forma en que se han utilizado en determinados casos. El evaluador también debe estudiar la documentación relativa a medidas de confidencialidad y para evitar los conflictos de intereses<sup>44</sup>. Por ejemplo, la orientación sobre conflictos de intereses debe contemplar las relaciones laborales externas y los nombramientos para otros cargos, entre otras cosas.

---

<sup>44</sup> Principio 4.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

Las restricciones a la negociación podrían incluir, por ejemplo, la necesidad de obtener el visto bueno antes de realizar las transacciones, o la existencia de restricciones a las transacciones por encima de cierto límite.

## **B. Principios relativos a la autorregulación**

### **1. *Preámbulo***

Las organizaciones autorreguladas (SRO, por sus siglas en inglés) pueden ser un valioso complemento del regulador a la hora de lograr los objetivos de la regulación de los mercados de valores. Existen varios modelos de autorregulación y distintas formas de utilizar la autorregulación<sup>45</sup>.

Las organizaciones autorreguladas se caracterizan por recurrir a los conocimientos especializados de sus miembros procedentes del sector privado y, cuando resulta apropiado, por su capacidad de ampliar los recursos regulatorios al exigir la observancia de normas que pueden ir más allá de las planteadas por la regulación oficial, o por permitir una respuesta más rápida y más flexible a las condiciones del mercado<sup>46</sup>.

### **2. *Alcance de la evaluación***

La autorregulación puede estar basada en la delegación de competencias establecida por ley, y puede incluir la facultad de crear, modificar, implantar y hacer valer reglas relativas a entidades sometidas a la jurisdicción de la SRO, así como resolver controversias mediante el arbitraje u otros medios<sup>47</sup>.

Un organismo debe clasificarse como una SRO (y estar sujeto a evaluación bajo el Principio 7) si tiene competencias o responsabilidad para regular cualquier parte del mercado de valores o de su sector<sup>48</sup>.

### **3. *Principios 6 y 7***

El Principio 6 generalmente se encuentra englobado en el Principio 7, por lo que el evaluador debe tomar en consideración ambos principios a la vez. El evaluador debe determinar si una SRO realiza funciones reguladoras. Si no es así, los Principios 6 y 7 no son aplicables y no es necesario evaluarlos. Es necesario documentar esta circunstancia.

---

<sup>45</sup> Principios, Sección 7.2.

<sup>46</sup> Id.

<sup>47</sup> Id.

<sup>48</sup> Principio 6, Preguntas clave, infra.

**Principio 6** El régimen regulador deberá hacer un uso apropiado de las Organizaciones Autorreguladas (SRO) que ejerzan alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados.

Los Principios reconocen el importante papel que puede desempeñar una organización autorregulada *bien regulada* y establecen recomendaciones generales para su adecuada autorización e inspección. Sin embargo, el uso de organizaciones autorreguladas, si bien es una opción política, es discrecional, por lo que su ausencia en una jurisdicción no debe tener consecuencias en la evaluación.

El “uso adecuado” de una organización autorregulada está relacionado con:

1. La capacidad de esa organización para conseguir los fines de la legislación vigente, su normativa y las reglas de la SRO, y para imponer su cumplimiento por parte de sus miembros y personas relacionadas con esas normas, con arreglo a lo establecido en los requisitos de autorización para el ejercicio de funciones reguladoras y en el programa de supervisión
2. La suficiencia de la supervisión ejercida por el regulador.
3. La necesidad de incrementar los recursos para la regulación.

El “uso inadecuado” de una SRO puede incluir, por extensión, el ejercicio de las funciones propias de una SRO por un organismo no autorizado o sin la debida supervisión, la designación de instituciones del sector privado con capacidad insuficiente para satisfacer los estándares de autorización o delegación para desempeñar las funciones propias de una SRO, el uso indebido de competencias cuasi gubernamentales o el desempeño insuficiente de las funciones de autorregulación.

#### **Asuntos clave**

1. Si se recurre a la autorregulación, la SRO debe estar sujeta a la adecuada supervisión del regulador<sup>49</sup>.

#### **Preguntas clave**

##### *Desempeño de las funciones de una SRO*

1. ¿Hay organizaciones que establezcan

---

<sup>49</sup> Como se indica en el Principio 7.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA AUTORREGULACIÓN

- a) Reglas de idoneidad que las personas o empresas deben satisfacer para participar en cualquier actividad de importancia relacionada con valores?
- b) Normas vinculantes, y su imposición, para regular la negociación o la conducta profesional de las personas o empresas que realizan actividades relacionadas con valores?
- c) Reglas o procedimientos disciplinarios con capacidad para imponer multas exigibles u otras sanciones, o para prohibir o suspender la participación de una persona física o jurídica en actividades relacionadas con valores o en actividades profesionales conexas?

Si se responde afirmativamente a las Preguntas 1(a), 1(b) o 1(c), es necesario evaluar el Principio 7.

### **Notas explicativas**

El uso debidamente supervisado de organizaciones autorreguladas puede ampliar los recursos destinados a actividades de control en mercados complejos y pequeños<sup>50</sup>.

---

<sup>50</sup> Ver también el Principio 3.

**Principio 7 Las SRO estarán sujetas a la supervisión del regulador y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades delegadas.**

Al evaluar este Principio, el evaluador debe determinar si las competencias y niveles de supervisión de la SRO son coherentes con sus funciones y responsabilidades. Al igual que ocurre con los reguladores, los procesos de una SRO deben ser justos y coherentes, sus decisiones deben estar sujetas a inspección y las exigencias en cuanto a protección de la confidencialidad y los datos y la responsabilidad profesional de su plantilla respecto de su conducta deben ser similares a las que se esperan del regulador. El regulador debe tener completas facultades para supervisar de manera efectiva la actividad de cualquier SRO.

### **Asuntos clave**

#### *Autorización*

1. Como condición para la autorización, la legislación o el regulador deben exigir a la SRO que demuestre lo siguiente:
  - a) Que tiene capacidad para llevar a efecto los objetivos de la legislación, las normas y reglas relacionadas con su actividad, y para imponer el cumplimiento por parte de sus miembros y personas asociadas sujetas a esas leyes, normas y reglas
  - b) Que trata a todos sus miembros y a quienes solicitan su adhesión de forma justa y uniforme
  - c) Que elabora reglas con el fin de fijar estándares de comportamiento para sus miembros y promover la protección del inversor
  - d) Que somete sus reglas al examen y aprobación del regulador, conforme lo requiera el regulador, y se asegura de que son coherentes con las directrices de política pública establecidas por el regulador
  - e) Que coopera con el regulador y con otras organizaciones autorreguladas en tareas de investigación y a la hora de hacer valer la legislación y las normas aplicables
  - f) Que hace valer sus propias reglas e impone sanciones adecuadas en caso de incumplimiento
  - g) Que garantiza una justa representación de sus miembros al seleccionar a sus directores y en la administración de sus asuntos

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA AUTORREGULACIÓN

- h) Que evita reglas que pueden dar lugar a situaciones contrarias a la libre competencia
- i) Que evita el uso de sus funciones de supervisión para permitir que ningún participante en el mercado se beneficie de una ventaja injusta<sup>51</sup>

### *Supervisión*

- 2. La supervisión debe ser continua para asegurar lo siguiente:
  - a) Que toda SRO cumpla las condiciones de su autorización de forma continua<sup>52</sup>
  - b) Que el regulador gubernamental conserve la autoridad para indagar en las cuestiones que afecten a los inversores o al mercado
  - c) En los casos en que las competencias de la SRO sean inadecuadas para realizar las investigaciones oportunas o tomar las medidas adecuadas, o existan alegaciones de mala conducta o se dé un conflicto de intereses, que sea el regulador, y no la SRO, quien lleve a cabo la investigación necesaria
  - d) Que la SRO facilite al regulador la información necesaria para que se identifiquen en una fase temprana las cuestiones que requieran la intervención del regulador<sup>53</sup>

### *Estándares de conducta profesional*

- 3. La SRO debe imponer normas de confidencialidad a sus empleados, así como estándares de conducta para sus miembros, que sean comparables a los del regulador<sup>54</sup>.

### *Conflictos de intereses*

- 4. La SRO debe tener procedimientos establecidos para tratar los posibles conflictos de intereses.

## **Preguntas clave**

### *Autorización y delegación sujetas a supervisión*

- 1. Como condición para la autorización, ¿la legislación o el regulador exigen que la SRO demuestre que<sup>55</sup>

---

<sup>51</sup> Principios, Sección 7.3 ¶ 4.

<sup>52</sup> Principios, Sección 7.3 ¶ 1.

<sup>53</sup> Principios, Sección 7.3 ¶ 5.

<sup>54</sup> Principios, Sección 7.3 ¶ 6.

<sup>55</sup> Si se trata de una SRO que ha iniciado su actividad recientemente, el solicitante deberá demostrar que dispone de programas y procedimientos establecidos adecuados para cumplir las condiciones de la

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA AUTORREGULACIÓN

- a) Tiene la capacidad necesaria<sup>56</sup> para llevar a efecto los fines de la legislación, la normativa y las reglas de la SRO de conformidad con la responsabilidad delegada en la SRO, y para exigir su cumplimiento por parte de sus miembros y de las personas relacionadas que estén sujetas a dicha legislación, normativa y reglas?
- b) Trata de manera justa y uniforme a todos los miembros de la SRO, a quienes solicitan su adhesión al mismo y a los participantes del mercado que están situados en posición similar y sujetos a sus normas?
- c) Elabora reglas destinadas a fijar estándares para sus miembros y promover la protección del inversor?
- d) Somete sus reglas y las correspondientes modificaciones, en su caso, al examen y aprobación de al regulador, conforme lo requiera el regulador, y se asegura de que son coherentes con las directrices de política pública establecidas por el regulador?
- e) Cooperar con el regulador y con otras organizaciones autorreguladas de la misma jurisdicción para investigar y hacer valer la legislación, las normas y reglas aplicables?
- f) Impone sanciones adecuadas en caso de incumplimiento de sus propias reglas?
- g) En los casos en que proceda, como por ejemplo una organización mutua, garantiza una representación justa de sus miembros al elegir a su junta directiva y a sus administradores?
- h) Evita reglas que puedan dar lugar a situaciones contrarias a la libre competencia, tal y como se definen en la Nota Explicativa?
- i) Evita el uso de sus funciones de supervisión para permitir que ningún participante en el mercado se beneficie de una ventaja injusta?

### *Supervisión*

#### 2. El regulador:

- a) ¿Tiene establecido un programa eficaz de supervisión continua de la SRO, que puede incluir
  - i) Inspección de la SRO?
  - ii) Revisiones periódicas?
  - iii) Requisitos de rendición de informes?

---

autorización, y la ejecución continuada y eficaz de esos programas o procedimientos debe considerarse como una condición para la autorización.

<sup>56</sup> Principios, Sección 7.3 ¶ 3.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA AUTORREGULACIÓN

- iv) Revisión y revocación de instrumentos de gobierno y reglas de las SRO?
  - v) Vigilancia del cumplimiento continuo de las condiciones de autorización o delegación?
- b) ¿Conserva completa autoridad para indagar en las cuestiones que afecten a los inversores o al mercado?
  - c) ¿Asume las responsabilidades de la SRO en los casos en que las competencias de la SRO sean inadecuadas para investigar o abordar casos concretos de mala conducta o alegaciones de mala conducta, o cuando se dé un conflicto de intereses?

### *Estándares de conducta profesional similares a los que se esperan del regulador*

- 3. ¿La legislación o el regulador requieren que la SRO se atenga a estándares de conducta profesional similares a los que se esperan del regulador
  - a) En cuestiones relativas a confidencialidad y justicia procedimental?
  - b) En cuanto al uso adecuado de información obtenida en el ejercicio de las competencias y responsabilidades de la SRO?

### *Conflictos de intereses*

- 4. ¿La legislación o el regulador garantizan que los posibles conflictos de intereses en la SRO se eviten o se resuelvan?

## **Asignación de una categoría de evaluación**

### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, con la salvedad de que, en el caso de las Preguntas 1(g) y 1(h), el regulador no tiene competencias para exigir a la SRO lo siguiente:

- Que garantice una representación justa de sus miembros en la selección de sus directores y en la administración de sus asuntos o
- Que evite reglas que puedan dar lugar a situaciones contrarias a la libre competencia

Siempre y cuando la SRO disponga de reglas y procedimientos relevantes y que exista legislación general que aborde estas cuestiones, y no se hayan presentado reclamaciones de importancia.

### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 1(g), 1(h) y 4, si bien en el caso de la Pregunta 4 el regulador puede asumir acciones de la SRO si estas cuestiones están en situación de riesgo y no hay indicios de abusos evidentes.

Además, aunque quizás la SRO no tenga competencias para colaborar en la investigación del cumplimiento con la legislación y las normas aplicables, el regulador *exige que la SRO* ponga la información relevante a disposición del regulador en relación con la Pregunta 1(3) de forma continua.

### *No implantado*

Imposibilidad de demostrar que el regulador pueda exigir a la SRO que cumpla determinados estándares, o imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 1(c), 1(d), 1(f), 1(i), 2(a), 2(b), 2(c), 3(a) o 3(b), o a las Preguntas 1(e) o 4; incumplimiento de las salvedades indicadas en *Parcialmente implantado* o la conclusión de que el ejercicio de las funciones de la SRO en la práctica se desarrolla sin supervisión, o la existencia de pruebas demostrables de abuso o desempeño insuficiente de las funciones de la SRO.

### **Notas explicativas:**

El nivel y el alcance de la supervisión regulatoria, y los tipos de competencias y protecciones necesarias, se pueden ver afectadas por la estructura de la SRO. Por ejemplo, puede haber una mayor preocupación por los conflictos de intereses, o por el uso adecuado de los recursos de autorregulación, en el caso de los mercados desmutualizados y con fines de lucro. Además, en algunos mercados, ciertas funciones muy concretas están delegadas en organizaciones autorreguladas y otras no. Los evaluadores deben asignar las categorías de evaluación con sentido común en este caso, y exigir únicamente la supervisión de las funciones realizadas, sin valorar competencias no desempeñadas por la SRO. Por ejemplo, si las Bolsas realizan algunas funciones propias de una SRO, pero no otras, y no están consideradas expresamente como organizaciones autorreguladas, estas funciones deben examinarse bajo el Principio 7 según proceda, aunque las Bolsas estén autorizadas bajo el Principio 25. En este caso, la evaluación del Principio 25 y la del Principio 7 deben ser coherentes. También se puede hacer referencia a otros Principios relevantes para comprobar hasta qué punto es adecuado el desempeño de las funciones reguladoras por parte de organizaciones autorreguladas en los casos en que tales funciones están delegadas en organizaciones autorreguladas.

Entre las situaciones contrarias a la libre competencia pueden figurar las situaciones en que la SRO actúe de forma excluyente, injusta o desigual en lo tocante a la admisión en la SRO, o cuando tome medidas para obligar al cumplimiento de las normas o promulgue o interprete reglas y procedimientos de forma injusta o poco equitativa respecto de

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA AUTORREGULACIÓN

participantes en el mercado situados de forma similar. Entre otras cosas, la supervisión reguladora debe estar dirigida a que la SRO asuma sus responsabilidades de tal manera que no impida injustificadamente el acceso al mercado o que cree barreras injustificadas para el acceso a la actividad o para la prestación de servicios de inversión no relacionados con la supervisión del mercado o con materias de tipo prudencial<sup>57</sup>.

Las organizaciones autorreguladas que sean sociedades cotizadas también deben estar sujetas a las estipulaciones de gobierno aplicables a otros emisores. Ver Principios 14 al 16.

---

<sup>57</sup> Principios, Sección 5.

## C. Principios relativos a la aplicación de la regulación del mercado de valores

### 1. *Preámbulo*

El carácter complejo de las operaciones de valores y los sofisticados escenarios fraudulentos requieren una aplicación enérgica y rigurosa de la regulación correspondiente. Los Principios no consideran que el término “aplicación” deba interpretarse en sentido estricto. Al contrario, debe entenderse de forma suficientemente amplia como para englobar las competencias de supervisión e inspección, además de las de investigación, de tal manera que el regulador tenga la capacidad, los medios y las medidas necesarias a su disposición para detectar, impedir, hacer cumplir, sancionar, resarcir y corregir las infracciones de la legislación sobre valores. Los Principios 8, 9 y 10 son los llamados Principios relativos a la aplicación de la regulación. Tienen por objeto determinar la capacidad de un supervisor para seguir de cerca de las entidades sometidas a su supervisión, recabar de ellas tanto información periódica como *ad hoc* y tomar las medidas de inspección necesarias que aseguren que las personas físicas y entidades cumplen la legislación aplicable relativas a valores.

De conformidad con esa definición amplia del concepto de *Enforcement*, el Principio 8 aborda la capacidad del regulador de realizar una actividad de supervisión continua y de poner en marcha programas de supervisión como medidas de prevención. También trata de las circunstancias en que el regulador puede obtener información en el ejercicio de sus funciones, y de los métodos que puede utilizar para ello<sup>58</sup>. El Principio 9 se refiere a las acciones que puede emprender el regulador cuando detecta una infracción de la legislación del mercado de valores. El Principio 10 requiere que el regulador demuestre que el marco regulador y su propia organización posibiliten un ejercicio eficaz y verosímil de sus competencias de supervisión e inspección. En concreto, el regulador debe estar en condiciones de demostrar la existencia de un sistema que contemple medidas eficaces de investigación e inspección, y que esas medidas efectivamente se han tomado cuando haya sido necesario para controlar conductas inadecuadas o abusos. Por ejemplo, en un programa eficaz podrían combinarse varias formas de identificar, detectar, disuadir y sancionar estas conductas inadecuadas. Son muchas las posibles sanciones que podrían aplicarse, dependiendo de la naturaleza del sistema jurídico de que se trate, pero el regulador debe estar en condiciones de demostrar documentalmente que las sanciones previstas, sean cuales sean, son eficaces y proporcionadas y tienen fuerza disuasoria. Las secciones de los Principios que se refieren a funciones concretas también prevén posibles sanciones.

Para evaluar la aplicación de estos Principios es preciso tener muy en cuenta el sistema jurídico en que actúa el regulador. Los Principios no establecen ningún modelo concreto a seguir, y contemplan sistemas jurídicos basados en el Derecho Civil romano y en el Derecho anglosajón (Common Law). Hay varios modelos que han demostrado ser eficaces, como los que contemplan un reparto de las responsabilidades entre varios organismos gubernamentales o cuasi gubernamentales, o con organizaciones autorreguladas.

---

<sup>58</sup> Principios, Sección 8.3.

Los Principios 8, 9 y 10 están interrelacionados con las funciones y responsabilidades descritas en las secciones de los Principios dedicadas a los emisores, instituciones de inversión colectiva, intermediarios del mercado y mercados secundarios. Los evaluadores deben asegurarse de que no haya inconsistencias entre la evaluación de los Principios 8, 9 y 10 y la evaluación de los otros Principios en una misma jurisdicción.

## **2. *Alcance de la evaluación***

En todas las jurisdicciones debe haber mecanismos que garanticen el cumplimiento de la legislación en materia de valores. Sin embargo, no es necesario que toda la responsabilidad de la aplicación de esas leyes recaiga sobre un único organismo.

Cuando las funciones de inspección corresponden a una autoridad distinta del regulador, o cuando la responsabilidad está compartida entre el regulador y otra autoridad, es fundamental la cooperación entre estos organismos y resulta particularmente importante comprobar que efectivamente pueden actuar de forma rápida y eficaz.

3. *Principios 8 al 10*

<b>Principio 8</b> <b>El regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión.</b>
--

De conformidad con la definición de *Enforcement* en sentido amplio, el Principio 8 tiene por objeto determinar si un regulador tiene competencias para realizar tareas de supervisión e investigación, obtener información y tomar las medidas oportunas de inspección para hacer que las entidades reguladas cumplan con la normativa del mercado de valores. Trata de las circunstancias en que el regulador puede obtener información en el ejercicio de sus funciones, y de los métodos que puede utilizar en el curso de las investigaciones. El Principio 8, en particular, se refiere a la autoridad del regulador para realizar tareas de vigilancia y supervisión continuas a las de entidades reguladas como medidas preventivas.

**Asuntos clave**

1. El regulador debe tener potestad para exigir que se le facilite información en el ejercicio de sus competencias, ya sea en respuesta a una investigación o como parte de la presentación de información periódica, o para inspeccionar las actividades de entidades reguladas que participen en el mercado, siempre que lo considere necesario para garantizar el cumplimiento de las normas relevantes. No debe ser necesario que se sospeche una infracción de la legislación para que el regulador pueda realizar inspecciones o exigir información a las entidades reguladas<sup>59</sup>.
2. El regulador debe estar en condiciones de exigir la aportación de toda la información que considere necesaria, dentro de límites razonables, para garantizar el cumplimiento de las normas aplicables, incluida la presentación de libros, documentos, comunicaciones y declaraciones<sup>60</sup>.
3. Cuando las responsabilidades de inspección estén delegadas en una organización autorregulada (SRO) o en un tercero, éstos deben estar sujetos a requisitos sobre difusión y confidencialidad tan estrictos como los aplicables al regulador.

**Preguntas clave<sup>61</sup>**

1. ¿El regulador puede inspeccionar las operaciones de una entidad regulada<sup>62</sup>, incluidos sus libros y registros, sin previo aviso?

<sup>59</sup> Principios, Sección 8.2 ¶2 y nota 21.

<sup>60</sup> Acuerdo del Comité de Presidentes de la OICV: *Resolution on Principles for Recordkeeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation* (noviembre del 1997) (“Acuerdo sobre la llevanza de registros”).

<sup>61</sup> En general, las preguntas para el Principio 8 están tomadas del Acuerdo sobre la llevanza de registros, citado más arriba, y confirmadas por el Documento Público de la OICV N.º 126, *Acuerdo Multilateral De Entendimiento sobre Consulta, Cooperación e Intercambio de Información* (mayo 2002) (el “Acuerdo Multilateral de Entendimiento”).

2. ¿El regulador puede obtener libros y registros y solicitar datos o información de entidades reguladas sin intervención judicial, incluso en ausencia de sospechas de conducta inapropiada, en relación con<sup>63</sup>
  - a) Una investigación concreta?
  - b) Una acción continua?
3. ¿El regulador tiene competencias para supervisar sus bolsas de valores autorizadas y sistemas regulados de negociación por medio de acciones de vigilancia?
4. ¿El regulador tiene establecidos requisitos sobre llevanza y conservación de registros para las entidades reguladas?
5. ¿Se exige a las entidades reguladas
  - a) Que mantengan registros relativos a la identidad de sus clientes?
  - b) Que mantengan registros que permitan rastrear fondos y valores que pasan por los intermediarios y por cuentas bancarias relacionadas con transacciones de valores?
  - c) Que establezcan medidas para minimizar la posibilidad de blanquear capitales<sup>64</sup>?
6. ¿El regulador tiene autoridad para determinar la identidad de todos los clientes de las entidades reguladas o acceder a ella?
7. En los casos en que un regulador<sup>65</sup> delegue sus competencias de inspección u otras competencias de aplicación de la regulación en una SRO o en un tercero:
  - a) ¿El regulador supervisa las funciones delegadas en terceros?
  - b) ¿El regulador tiene pleno acceso a la información mantenida u obtenida por terceros?
  - c) ¿El regulador puede hacer que un tercero introduzca cambios o mejoras en sus procedimientos?

---

<sup>62</sup> el concepto “entidad regulada” incluye las entidades o personas autorizadas o con licencia. Debe entenderse en sentido amplio en función de la jurisdicción; puede referirse tanto a aquellas entidades reguladas en la normativa del mercado de valores, como por ejemplo la sociedades cotizadas, como a aquellas otras entidades o personas autorizadas y sometidas a la supervisión del supervisor o regulador, como por ejemplo las empresas de servicios de inversión.

<sup>63</sup> Principios, Sección 8.2 ¶2 y ¶ 4.

<sup>64</sup> Principios, Sección 8.5 ¶ 2.

<sup>65</sup> Si se trata de una SRO, el regulador debe tener estas competencias como condición para disponer de autorización continuada. Ver Principio 7.

- d) ¿Las terceras partes están sujetas a requisitos de difusión y confidencialidad que no sean menos exigentes que los aplicables al regulador?

**Asignación de una categoría de evaluación**

*Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

*Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto la Pregunta 7(c).

*Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 7(c) y 7(d) o, si el regulador debe cooperar con otras autoridades para obtener registros de entidades reguladas, cuando esa cooperación no sea suficientemente puntual.

*No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2(a), 2(b), 3, 4, 5(a), 5(b), 5(c), 6, 7(a) o 7(b).

**Nota explicativa**

Los Principios que se refieren a las responsabilidades funcionales específicas de un regulador en relación con entidades reguladas (por ejemplo, los Principios sobre instituciones de inversión colectiva, intermediarios del mercado y mercados secundarios) están interrelacionados con el Principio 8 y no debe haber inconsistencias entre las respectivas evaluaciones.

**Principio 9 El regulador tendrá amplios poderes de aplicación de la regulación.**

Si bien el Principio 8 está limitado a las entidades reguladas, el Principio 9 tiene un ámbito de aplicación más amplio. Como ocurre con los poderes, que reflejan una definición amplia del término “*Enforcement*”, el Principio 9 aborda las actuaciones que el regulador puede emprender en los casos en que se identifique una infracción de la normativa del mercado de valores por parte de cualquier persona.

**Asuntos clave**

1. El regulador u otra autoridad competente debe tener amplios poderes de investigación y aplicación de la normativa, incluidas las competencias siguientes: Solicitar órdenes o actuar en el ejercicio de sus competencias en materia de regulación, administrativas o de investigación; imponer sanciones eficaces, o solicitar que se impongan; iniciar o trasladar asuntos para su persecución penal<sup>66</sup>.
2. El regulador u otra autoridad competente debe estar en condiciones de obtener datos, información, documentos, libros y registros y declaraciones o testimonios de cualquier persona implicada en la conducta objeto de investigación o de cualquier persona que pueda tener información relevante en el ámbito regulatorio o en el ámbito de una investigación / inspección.
3. En sentido general, estos poderes de inspección no deberán comprometer derechos privados de actuación. Las personas físicas deberán poder procurarse sus propios medios de subsanación (incluidos, por ejemplo, la compensación, los daños y perjuicios o el cumplimiento específico de una obligación)<sup>67</sup>.
4. En los casos en que las actuaciones de inspección u otras medidas de corrección exijan la intervención de más de un regulador u otra autoridad competente, deberá ser posible que tales organismos cooperen puntualmente y que compartan información con fines de investigación e inspección<sup>68</sup>.

**Preguntas clave**

1. ¿El regulador u otra autoridad competente dentro de la jurisdicción tiene competencias de investigación e inspección para exigir el cumplimiento de la legislación y las normas relativas a actividades con valores?
2. ¿El regulador u otra autoridad competente dentro de la jurisdicción tiene

---

<sup>66</sup> Principios, Sección 8.3.

<sup>67</sup> Principios, Sección 8.3 ¶3.

<sup>68</sup> Principios 1 y 11.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA APLICACIÓN DE LA REGULACIÓN

- a) Competencia para solicitar órdenes, someter asuntos al ámbito de los procedimientos civiles o emprender otras acciones que aseguren el cumplimiento de la legislación con competencias en el ámbito regulatorio, administrativo o de investigación?
  - b) Competencia para imponer sanciones administrativas?<sup>69</sup>
  - c) Poder para iniciar o trasladar asuntos para su persecución penal?
  - d) Poder para ordenar la suspensión de la negociación de valores o adoptar otras actuaciones apropiadas?<sup>70</sup>
3. ¿El regulador u otra autoridad competente tiene poderes de investigación e inspección para exigir de cualquier persona implicada en la conducta objeto de investigación o que pueda tener información relevante?<sup>71</sup>
- a) Datos?
  - b) Información?
  - c) Documentos?
  - d) Registros?
  - e) Declaraciones o testimonios?
4. ¿Las personas físicas pueden solicitar a título privado reparación por conductas inapropiadas relacionadas con la legislación de valores?<sup>72</sup>
5. En los casos en que una autoridad distinta del regulador deba tomar medidas de inspección u otras medidas correctivas, ¿el regulador puede compartir la información obtenida en el ámbito de sus competencias de regulación o investigación con esa autoridad?

---

<sup>69</sup> Principio 8, Preguntas clave, supra. Ver también el Acuerdo sobre la llevanza de registros, supra.

<sup>70</sup> Principios, nota 24. Entre otras posibles actuaciones figura la imposición de restricciones a la negociación a participantes individuales del mercado, por ejemplo límites a posiciones, requisitos de presentación de informes, “liquidation only trading”, requisitos especiales de garantías u otras medidas correctivas. En algunas jurisdicciones también medidas compensatorias. Las medidas concretas que se citan en la pregunta 2(d) y en esta nota son a título de ejemplo y no son necesarias para obtener un resultado de Principio *Completamente implantado*, siempre que el regulador pueda demostrar que las sanciones aplicables son proporcionadas y eficaces y tienen fuerza disuasoria.

<sup>71</sup> Acuerdo sobre la llevanza de registros, supra, y Acuerdo Multilateral de Entendimiento, supra, y preguntas subsiguientes.

<sup>72</sup> No es necesario que estas acciones se tomen directamente bajo la legislación de valores, sino que pueden figurar en el articulado de la legislación en general.

6. En los casos en que el regulador no pueda obtener en su jurisdicción la información necesaria para realizar una investigación, ¿hay otra autoridad que pueda obtener esa información?
7. En caso afirmativo, ¿esa autoridad puede compartir la información con el regulador para su uso en el curso de sus investigaciones y procedimientos?

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Exige respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables y, en los casos en que sea necesaria la cooperación entre autoridades para emprender acciones, que esas acciones se ajusten a las prioridades del supervisor del mercado y sean puntuales.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 4, o que existan deficiencias menores en la cooperación entre autoridades.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 3(e), 4 y 7, o que el regulador no pueda demostrar que las acciones disponibles dentro de sus competencias sean suficientemente puntuales como para impedir malas conductas o abusos.

#### *No implantado*

Imposibilidad de revocar o suspender una autorización o imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2(a), 2(b), 2(c), 2(d), 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 5 o 6, o fracasos demostrados en los acuerdos de cooperación.

### **Nota explicativa:**

El evaluador debe determinar de qué forma está previsto que en los procedimientos de la jurisdicción se haga uso de los poderes que se le han otorgado<sup>73</sup>. La suficiencia de las competencias puede depender de la capacidad para demostrar que se ejercen de manera eficaz. El alcance de los poderes de investigación e inspección otorgados al regulador o a otras autoridades, incluidas las autoridades judiciales, depende de la conducta que se esté investigando y del sistema jurídico aplicable en la jurisdicción. El evaluador debe averiguar si el sistema, como tal, puede detectar, investigar y perseguir eficazmente las infracciones a la legislación de valores.

---

<sup>73</sup> Principio 10.

Asimismo, el evaluador debe recabar la opinión de la autoridad reguladora sobre la suficiencia de los poderes sancionadores y la capacidad de tomar medidas correctivas.

Entre los ejemplos de medidas empleadas para hacer cumplir los requisitos en materia de regulación de valores y para disuadir y sancionar las infracciones al respecto figuran los siguientes: multas; descalificación; suspensión y revocación de la autorización para desarrollar su actividad; requerimientos u órdenes de desistimiento, ya sea directamente o por orden judicial; congelación de activos, directamente o por orden judicial; acciones contra transacciones con valores por parte de personas sin la debida autorización, o traslado de tales acciones para su persecución penal<sup>74</sup>; medidas para hacer cumplir los requisitos de difusión y presentación de informes financieros por parte de los emisores; medidas para hacer cumplir las normas relativas a normas de conducta, exigencias de recursos propios y otros requisitos prudenciales; y medidas para hacer cumplir las normas relativas a llevanza de registros y presentación de informes por parte de los intermediarios del mercado<sup>75</sup>, los operadores de las bolsas autorizadas, los sistemas regulados de negociación y las instituciones de inversión colectiva, y otras entidades de valores reguladas.

Las sanciones son a título de ejemplo y no constituyen un requisito para obtener un resultado de Principio *Completamente implantado*, siempre y cuando el regulador pueda demostrar que dispone de diversas sanciones que son proporcionadas y eficaces y tienen fuerza disuasoria.

---

<sup>74</sup> Principios, Sección 9.2 y nota 31.

<sup>75</sup> Un ejemplo de una medida para hacer cumplir los requisitos de presentación de informes sería el poder de exigir informes financieros o declaraciones con las correspondientes correcciones.

**Principio 10** El marco regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión y aplicación de la legislación y la implantación de un procedimiento efectivo de su cumplimiento.

Mientras que los Principios 8 y 9 tienen por objeto determinar el carácter y alcance de las competencias del regulador, el Principio 10 está concebido para medir la eficacia y credibilidad con que el regulador ejerce tales competencias. El regulador debe estar en condiciones de demostrar que se ha hecho un ejercicio eficaz y creíble de las competencias de inspección y supervisión, y que se seguirá haciendo en el futuro.

En concreto, el regulador debe ser capaz de demostrar y explicar el ejercicio de las competencias en relación con:

- Las acciones de regulación emprendidas en la jurisdicción y los procedimientos para su cumplimiento establecidos.
- El tipo de actuaciones de seguimiento, tanto de oficio como *ad hoc* (incluidas las inspecciones in situ) realizadas en la jurisdicción.
- Las acciones de investigación e inspección realizadas en la jurisdicción.
- Las sanciones impuestas en los casos de mala conducta detectados dentro de la jurisdicción.

#### **Asuntos clave**

1. Para disponer de un sistema eficaz y creíble de inspección no basta con que un regulador tenga atribuidas las competencias establecidas en los Principios. También es necesario que pueda realizar lo siguiente:
  - a) Detectar posibles infracciones de la legislación de forma eficaz y puntual
  - b) Recopilar la información relevante necesaria para investigar esas posibles infracciones
  - c) Utilizar esa información para emprender acciones cuando se detecte una infracción a la legislación
2. Además, el regulador debe exigir que las entidades reguladas dispongan de un sistema de cumplimiento para detectar e impedir las infracciones a la legislación de valores, incluyendo:

- a) Inspecciones con herramientas y técnicas adecuadas, que pueden variar de una jurisdicción a otra
- b) Otras técnicas de supervisión o vigilancia

### **Preguntas clave**

Indicar si está demostrada la existencia de un sistema eficaz para detectar infracciones, recopilar y utilizar información, promover el cumplimiento y sancionar los casos de incumplimiento, mediante el ejercicio de las competencias de supervisión, inspección, investigación, aplicación de la legislación e intervención, como se indica a continuación:

#### *Detectar infracciones*

1. ¿Existe un sistema eficaz de inspección en virtud del cual el regulador realice inspecciones<sup>76</sup>
  - a) De forma continua y periódica?
  - b) Cuando se detecte una situación de riesgo?
  - c) Cuando se haya formalizado una reclamación relacionada con una entidad inspeccionada?
2. ¿Existe un sistema automático para identificar transacciones anómalas en bolsas autorizadas y en sistemas regulados de negociación?
3. ¿El regulador puede demostrar la existencia de mecanismos y procedimientos adecuados para detectar e investigar
  - a) Manipulaciones de los mercados o de los precios?
  - b) Negociación con información privilegiada?
  - c) Incumplimiento de otros requisitos regulatorios, como por ejemplo normas de conducta, adecuación de capital o difusión o segregación de los activos de clientes?<sup>77</sup>
4. ¿El regulador dispone de un sistema adecuado para recibir reclamaciones de los inversores y responder a ellas?<sup>78</sup>

---

<sup>76</sup> Principios, Sección 8.2 ¶ 3 y 4.

<sup>77</sup> Principios, Sección 13.6 y Acuerdo Multilateral, supra.

<sup>78</sup> Ver nota explicativa.

*Recopilar y usar la información*

5. ¿Está demostrado, por ejemplo mediante informes de inspección y acciones de seguimiento, que el regulador está ejerciendo de forma competente sus responsabilidades de inspección?
6. ¿Está demostrado que el regulador está respondiendo adecuadamente a las actividades anómalas en el mercado?

*Sistema de cumplimiento*

7. ¿El regulador exige que las entidades reguladas dispongan de procedimientos de supervisión y cumplimiento razonablemente concebidos para prevenir las infracciones a la legislación de valores?
8. ¿El regulador controla la forma en que se aplican los procedimientos para garantizar el cumplimiento, y si estos procedimientos se comunican a los empleados de esas entidades?
9. ¿El regulador puede emprender acciones contra los intermediarios, o imponerles sanciones u otras medidas disciplinarias, en caso de que no supervisen razonablemente a su personal subordinado cuando sus actividades supongan una infracción de la legislación de valores?
10. ¿El regulador exige la existencia de mecanismos de supervisión del mercado que permitan comprobar el desarrollo de todas las transacciones en las bolsas autorizadas y en los sistemas regulados de negociación?<sup>79</sup>
11. ¿El regulador u otra autoridad competente dispone de un programa eficaz de inspección para hacer cumplir los requisitos de la regulación?

**Asignación de una categoría de evaluación**

*Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a las Preguntas 1(a) o 1(b) y a todas las demás Preguntas aplicables; si solamente se responde afirmativamente a la Pregunta 1(b), es necesario que exista alguna forma de detectar los cambios en las prioridades de riesgo o en la situación de las firmas sujetas a la inspección, y que se pueda demostrar una cobertura eficaz.

---

<sup>79</sup> Los evaluadores deben comprobar si está previsto que se auditen las transacciones, y si efectivamente se auditan.

*Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a las Preguntas 1(a) o 1(b) y a todas las demás Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2 y 8, y/o que exista un sistema de investigación, supervisión e inspección, aunque se precisen más recursos para garantizar su gestión eficaz, o se precisen ajustes en el funcionamiento del sistema, o que sea necesario que existan ciertos poderes deseables (ver el Principio 8) para mejorar el sistema y hacerlo más eficaz.

*Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a las Preguntas 1(a) o 1(b) y a todas las demás Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2, 4, 8, 9 y 10, y el regulador tiene que demostrar que dispone de un programa activo de inspección y cumplimiento, aunque haya algunas deficiencias en la puntualidad con que se aplica o en su alcance.

*No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente tanto a la Pregunta 1(a) como a la Pregunta 1(b), o a una o más de las Preguntas siguientes: 1(c), 3(a), 3(b), 3(c), 5, 6, 7 o 11, o imposibilidad de demostrar la existencia de compromiso o de suficientes recursos (en cuanto a número y competencia) para realizar las funciones de inspección, y existencia demostrada de problemas serios de inspección.

**Nota explicativa**

Al evaluar este Principio, el evaluador también debe examinar los Principios 8 y 9 en relación con las competencias; los Principios 11 y 13 en relación con la cooperación; y los Principios 2 y 3 en relación con la suficiencia de recursos, los procedimientos y la responsabilidad de los reguladores.

El regulador debe identificar registros y otras pruebas documentales que describan las actividades de inspección, incluidas las estipulaciones legales, las directrices publicadas y comunicados de prensa ilustrativos que cubran casos relevantes de inspección, reclamaciones y disposiciones, si son de carácter público.

Al evaluar un programa de inspección basado en la priorización de riesgos, el evaluador debe determinar cómo se establecen las prioridades y la forma en que se ajustan o actualizan, por ejemplo mediante el uso o revisión de informes financieros periódicos u otros mecanismos. Es suficiente con que el marco regulador contemple un procedimiento que responda a las reclamaciones mediante la intervención de un ombudsman, un procedimiento externo de resolución de controversias u otro sistema por medio de terceros, o a través de actividades individuales de supervisión.

## **D. Principios relativos a la cooperación**

### **1. *Preámbulo***

El fraude, la manipulación, la operativa con información privilegiada y otras conductas ilegales, tales como la prestación no autorizada de servicios financieros entre fronteras jurisdiccionales, pueden producirse, y de hecho se producen, con una frecuencia cada vez mayor en un mercado internacionalizado. Contribuyen a ello los modernos sistemas de telecomunicaciones.

La incapacidad de prestar ayuda completa y puntual en materia de regulación puede perjudicar los esfuerzos por regular con eficacia los mercados de valores. La legislación nacional no debe ser un obstáculo para la cooperación internacional. La regulación eficaz puede verse comprometida si la información necesaria se encuentra en otra jurisdicción y no está disponible o no es accesible.

Los Principios 11, 12 y 13 abordan la cooperación entre reguladores y sus homólogos nacionales y extranjeros a la hora de realizar investigaciones o tareas de inspección y otras actividades relacionadas con la regulación<sup>80</sup>. La cooperación es vital para garantizar que las investigaciones y tareas de inspección no se vean obstaculizadas innecesariamente por problemas de límites jurisdiccionales. El Principio 11 aborda hasta qué punto un regulador puede compartir información. El Principio 12 se ocupa de si el regulador tiene establecidos mecanismos para determinar la forma y el momento de compartir información con sus homólogos. El Principio 13 se refiere a los tipos de ayuda que un regulador puede prestar a sus homólogos.

Puede que haya una necesidad importante de compartir información dentro de una misma jurisdicción. En los casos en que haya más de un regulador, o la legislación sobre valores se superponga con la legislación general de una jurisdicción, la necesidad de cooperación en el ámbito nacional puede ampliarse hasta llegar más allá de las materias de aplicación de la legislación e incluir, por ejemplo, el intercambio de la información necesaria para conceder autorización para actuar en una condición determinada y para minimizar el riesgo sistémico, por ejemplo, si la responsabilidad sobre los sectores de valores, bancario y otros ámbitos financieros está dividida entre varios supervisores<sup>81</sup>.

---

<sup>80</sup> Principios, nota 31. El compartir información para otros fines relacionados con la regulación puede implicar, entre otras cosas: compartir continuamente información sobre actividades cuestionables y fraudes demostrados; información sobre cualquier inquietud acerca de quien presente una solicitud de licencia o de autorización, o sobre la forma de determinar los requisitos para obtenerla; cotización o admisión de valores; información sobre las circunstancias actuales de una entidad o persona autorizada o un emisor; información que se pueda necesitar para minimizar los efectos adversos de las distorsiones del mercado, incluyendo planes de contingencia, personas de contacto y medidas estructurales para subsanar las distorsiones del mercado; e información sobre condiciones del mercado, tales como actuaciones asumidas por las autoridades del mercado, precios, actividades de negociación, datos del mercado, etcétera.

<sup>81</sup> Principios 1 y 3.

La importancia que tiene la cooperación internacional en las investigaciones de posibles infracciones también se hace evidente al observar las características comunes que presentan dichas infracciones, como por ejemplo la transferencia a jurisdicciones extranjeras del capital obtenido como producto de un delito; los delincuentes que huyen a un país extranjero; la canalización de operaciones a través de jurisdicciones extranjeras para disfrazar la identidad de las partes intervinientes o el flujo de fondos; el uso de cuentas en el extranjero para ocultar la titularidad final de los valores; y el uso de medios de comunicación internacionales, incluido Internet, para fomentar infracciones transfronterizas.

## **2. *Alcance de la evaluación***

El regulador debe indicar con quién coopera la jurisdicción, en virtud de qué acuerdos y con qué fines. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones puede ser necesario obtener información de otra autoridad dentro de la propia jurisdicción para iniciar o llevar a efecto una medida de supervisión. El regulador debe estar en condiciones de señalar las vías o canales por las que se puede obtener la información necesaria, y demostrar que esos canales funcionan adecuadamente cuando se necesitan. Además, debe señalar la legislación vigente en su jurisdicción que pueda afectar a su capacidad para cooperar con otros, como las relativas a normas que impidan la cooperación, el secreto bancario u otras normas o decisiones judiciales.

3. *Principios 11 al 13*

**Principio 11 El regulador tendrá autoridad para compartir información tanto pública como no pública con homólogos nacionales y extranjeros.**

Este Principio trata de la capacidad de los reguladores para compartir información pública y no pública obrante en sus archivos o accesible mediante inspección, *sin necesidad de otros procesos externos*. Cuando se comparta información no pública, el organismo regulador que recibe la solicitud debe actuar con la precaución necesaria para garantizar que los usos que se hagan de esa información sean coherentes con el fin para el que se comparte, y para preservar su confidencialidad con arreglo a esos usos.

**Asuntos clave**<sup>82</sup>

1. Un regulador debe estar en condiciones de compartir información pública y no pública con otras autoridades de su jurisdicción.
2. Un regulador debe estar en condiciones de compartir información pública y no pública con sus homólogos extranjeros.
3. La legislación nacional no debe obstaculizar la cooperación internacional a la hora de compartir información con fines de regulación, supervisión, asistencia técnica o inspección.

**Preguntas clave**

1. Para cada uno de los reguladores identificados<sup>83</sup>, ¿el regulador está autorizado a compartir con otros *reguladores y autoridades de la misma jurisdicción* información sobre
  - a) Asuntos de investigación e inspección?
  - b) Criterios para la concesión de autorizaciones o aprobaciones?
  - c) Supervisión?
  - d) Condiciones y hechos relevantes del mercado?
  - e) Identificación de la clientela?
  - f) Entidades reguladas?

<sup>82</sup> Acuerdo sobre la llevanza de registros, supra. Ver también el Acuerdo Multilateral, supra.

<sup>83</sup> Es decir, los reguladores que tienen competencia para hacer cumplir la legislación de valores, tal y como se identifican en el proceso de evaluación.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

- g) Compañías cotizadas en bolsa y que salen a bolsa?<sup>84</sup>
- 2. ¿El regulador puede compartir la información que se describe en la Pregunta clave 1 con otras *autoridades de su jurisdicción* sin necesidad de aprobación externa<sup>85</sup> de un ministro u otra autoridad gubernamental?
- 3. ¿El regulador puede compartir información con homólogos *extranjeros* en relación con cada una de las cuestiones que se indican en la Pregunta clave 1, y en concreto<sup>86</sup> sobre
  - a) Asuntos de investigación e inspección?
  - b) Criterios para la concesión de autorizaciones o aprobaciones?
  - c) Supervisión?
  - d) Condiciones y hechos relevantes del mercado?
  - e) Identificación de la clientela?
  - f) Entidades reguladas?
  - g) Compañías cotizadas en bolsa y que salen a bolsa?
- 4. ¿El regulador puede compartir información con fines de regulación e inspección con sus homólogos *extranjeros* sin necesidad de aprobación externa<sup>87</sup>, de un ministro u otra autoridad gubernamental?
- 5. ¿El regulador puede facilitar información a otras autoridades *de su jurisdicción y extranjeras* sin que medie solicitud previa?<sup>88</sup>

---

<sup>84</sup> Principios, Sección 9.3 ¶ 4 y 5, Sección 9.4 y nota 31. Comité de Presidentes de la OICV, *Resolution on International Equity Offers* (septiembre 1989); Informe de la OICV N.º 86, *Guidance on Information Sharing*, Comité Técnico de la OICV (marzo 1998). Ver también el Acuerdo Multilateral, supra.

<sup>85</sup> Si esa aprobación es una mera formalidad y se obtiene inmediatamente, el regulador podría recibir un resultado de *Principio completamente implantado* aunque se precise dicha aprobación. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones, el Fiscal General del Estado u otra autoridad similar debe firmar estas medidas como máxima autoridad jurídica del sistema. Lo ideal es que dentro de una jurisdicción el hecho de compartir cierta información esté previamente aprobado.

<sup>86</sup> Acuerdo sobre la llevanza de registros, supra. Ver también el Acuerdo Multilateral, supra. Esta pregunta se puede responder afirmativamente si una autoridad competente tiene facultad para compartir toda la información necesaria, incluida la información que originalmente estuviera en posesión de otra autoridad competente de la misma jurisdicción, con su homólogo extranjero.

<sup>87</sup> Si esa aprobación es una mera formalidad y se obtiene inmediatamente, el regulador podría recibir un resultado de *Principio completamente implantado* aunque se precise dicha aprobación. Ver el ejemplo anterior.

<sup>88</sup> Documento interno de la OICV, *Recommended Practices for Information-Sharing and Cooperation* (octubre 2002), página 5; Acuerdo Multilateral, supra.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

6. ¿El regulador puede compartir información con sus homólogos *extranjeros* incluso si la conducta alegada no constituye infracción de la legislación en la jurisdicción del regulador si se lleva a cabo dentro de esa jurisdicción<sup>89</sup>?
7. En los casos en que el regulador puede obtener información y registros que identifiquen a la persona o personas que son titulares finales o administradores de las cuentas bancarias relacionadas con transacciones con valores e instrumentos derivados y cuentas de corretaje, ¿el regulador puede compartir esa información con sus homólogos *nacionales y extranjeros*<sup>90</sup>?

### Asignación de una categoría de evaluación

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2, 4 y 5, siempre y cuando la información aún se pueda compartir con rapidez.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 3(c), siempre y cuando se pueda proporcionar la información en casos concretos; a las Preguntas 2 y 4 si no se cumplen las condiciones para un Principio *Ampliamente implantado*, y a las Preguntas 5 y 7.

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 1(c), 1(d), 1(e), 1(f), 1(g), 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 3(e), 3(f), 3(g) o 6, o incapacidad de actuar con rapidez hasta el punto de que no se pueda considerar que el Principio está implantado.

### Notas explicativas

A pesar de la obligación de cooperar dentro de la jurisdicción, cuando se transmite información a través de un canal internacional, los usos que se hagan de esa información pueden estar limitados a los usos especificados en el acuerdo por el que se comparte la información.

---

<sup>89</sup> Informe de la OICV N.º 17, *Principles of Memoranda of Understanding*, Comité Técnico de la OICV (septiembre 1991); Acuerdo Multilateral, *supra*.

<sup>90</sup> Acuerdo sobre la llevanza de registros, *supra*. Ver también el Acuerdo Multilateral, *supra*.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

Si existen normas relativas al secreto bancario, confidencialidad o normas que impidan el intercambio, el regulador debe estar en condiciones de demostrar si hay excepciones a esas normas que permitan al regulador obtener y compartir información con sus homólogos extranjeros<sup>91</sup>. Los evaluadores deben preguntar si ha habido causas judiciales u otros hechos relevantes que lleven a dudar de que las competencias atribuidas al regulador se puedan ejercer realmente.

Los Principios reconocen que el regulador está legitimado para imponer condiciones a la hora de compartir información, particularmente si se trata de información no pública, con sus homólogos nacionales y extranjeros. Una de estas condiciones puede ser la de garantizar que se haga un uso adecuado de la información, y que se preserve la confidencialidad de la misma, salvo por lo que respecta a los usos permitidos, por ejemplo en una acción pública de inspección, si la información se solicitó con ese fin. Ver también el Principio 12, que se ocupa de las salvaguardas de la confidencialidad en términos más generales.

Una autoridad puede denegar la ayuda solicitada si existe una causa penal iniciada en la jurisdicción de la autoridad que recibe la solicitud en relación con los mismos hechos y contra las mismas personas, o si esas mismas personas ya han recibido sanciones firmes por las mismas imputaciones por parte de las autoridades competentes de la jurisdicción donde se recibe la solicitud, salvo que la autoridad solicitante pueda demostrar que la reparación o las sanciones que se pretenden en el procedimiento instado por la autoridad solicitante no son iguales ni de la misma naturaleza que la reparación o las sanciones impuestas en la jurisdicción que recibe la solicitud.

---

<sup>91</sup> Principios, Sección 8.4 ¶2. Ver también el Acuerdo Multilateral, supra.

**Principio 12** Los reguladores establecerán mecanismos que determinen cuándo y cómo compartirán información tanto pública como no pública con sus homólogos nacionales y extranjeros.

Los Acuerdos de Entendimiento facilitan el intercambio de información al establecer claramente los usos permitidos, los acuerdos sobre confidencialidad y los procedimientos operativos entre las partes.

**Asuntos clave**<sup>92</sup>

1. Los mecanismos para compartir información, sean formales o informales, deben tener las siguientes características:
  - a) Identificación de las circunstancias en las que se puede solicitar asistencia
  - b) Identificación de los tipos de información y asistencia que se pueden proporcionar
  - c) Salvaguardas para la confidencialidad de la información intercambiada
  - d) Una descripción de los usos permitidos de la información
2. El diseño de los mecanismos para compartir la información debe tener en cuenta los siguientes factores:
  - a) Qué autoridad del mercado o qué regulador tiene acceso y puede proporcionar información o asistencia
  - b) Cómo se puede lograr dicho acceso según la legislación aplicable
  - c) Las restricciones de confidencialidad y uso según la legislación aplicable
  - d) La forma y el momento de la asistencia o del intercambio de información
  - e) La aplicabilidad de otros acuerdos, incluidos los acuerdos de entendimiento, entre dichas autoridades para compartir información sobre investigaciones y financiera
3. Cuando se preste asistencia a otra autoridad a través del suministro de información confidencial recopilada por el regulador en el ejercicio de sus funciones o facultades, debe tenerse un cuidado especial para asegurar que la información que

---

<sup>92</sup> *Principles on Memoranda of Understanding*, supra. Ver también Principios, Sección 9.4 ¶ 3 y 4; y Acuerdo Multilateral, supra.

se proporciona esté sujeta a condiciones que, en una medida razonable y coherente con el propósito de su entrega, protejan la confidencialidad de dicha información.

### **Preguntas clave**

1. ¿El regulador tiene competencias atribuidas por la legislación, las normas o por la práctica administrativa que le permitan suscribir acuerdos (ya sean formales o informales) para compartir información con otras autoridades *de su jurisdicción*?
2. ¿El regulador tiene competencias atribuidas por la legislación, las normas o por la práctica administrativa que le permitan suscribir acuerdos (ya sean formales o informales) para compartir información con sus homólogos *extranjeros*?
3. ¿El regulador tiene establecidos mecanismos para compartir información orientados a
  - a) Facilitar la detección y disuasión de las malas conductas transfronterizas?
  - b) Colaborar en el ejercicio de las responsabilidades relacionadas con concesión de autorizaciones y supervisión?<sup>93</sup>
4. Cuando así lo requiera el alcance de la actividad transfronteriza y la capacidad de prestarse ayuda mutua, ¿el regulador intenta activamente establecer acuerdos para compartir información con reguladores *extranjeros*?
5. ¿Esos acuerdos están formalizados por escrito?
6. ¿El regulador toma medidas para asegurarse de que existen salvaguardas para proteger la confidencialidad de la información, que sean coherentes con los usos que se hagan de ella<sup>94</sup>?
7. ¿El regulador puede demostrar que comparte información, cuando existan salvaguardas apropiadas, si así lo solicita otra autoridad nacional o un homólogo extranjero?

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 5.

---

<sup>93</sup> Cuando la persona a la que se refiere la solicitud de información es conocida por la autoridad que la recibe.

<sup>94</sup> *Principles of Memoranda of Understanding*, supra. Ver también el Acuerdo Multilateral, supra.

*Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 5, y no es preciso que se responda afirmativamente a una o más de las Preguntas 3(a), 3(b) y 4 si la jurisdicción del regulador no desarrolla una actividad transfronteriza considerable y la necesidad de compartir información es infrecuente y *ad hoc*.

*No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2, 6 o 7, o a las Preguntas 3(a), 3(b) o 4 si la jurisdicción del regulador desarrolla una actividad transfronteriza que se pueda considerar no importante, o hay pruebas de que la información no se puede compartir, y no se está compartiendo en los casos adecuados, con la debida puntualidad.

**Notas explicativas**

Los acuerdos de entendimiento u otros acuerdos formalizados pueden contribuir a aportar certidumbre y en algunos casos celeridad al proceso de intercambio de información. No obstante, la mera formalidad de un acuerdo no sustituye la existencia de un acuerdo de cooperación.

El evaluador debe estar en condiciones de demostrar que los acuerdos de cooperación existentes efectivamente se utilizan y resultan útiles. Por ejemplo, la jurisdicción debe estar en condiciones de demostrar que puede compartir información, y de hecho la comparte, cuando así lo solicita otra autoridad. Si no es posible, el evaluador debe poner en duda la eficacia de los acuerdos, ya sean formales o informales. La evaluación no se ocupa de si el regulador obtiene la información de forma directa o indirecta<sup>95</sup>.

---

<sup>95</sup> Acuerdo sobre la llevanza de registros, *supra*. Ver también el Acuerdo Multilateral, *supra*. Esta pregunta se puede responder afirmativamente si una autoridad competente tiene facultad para compartir toda la información necesaria, incluida la información que originalmente estuviera en posesión de otra autoridad competente de la jurisdicción, con su homólogo extranjero.

**Principio 13** El marco regulador permitirá que se preste asistencia a reguladores extranjeros que tengan que realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y el ejercicio de sus poderes.

Este Principio se refiere a la capacidad del regulador para imponer que se comparta con un regulador extranjero información que no se encuentre en sus archivos, o que se ayude a un regulador extranjero a obtener esa información.

**Asuntos clave**<sup>96</sup>

1. Un regulador *nacional* debe estar en condiciones de prestar asistencia eficaz a los reguladores *extranjeros* que necesiten realizar investigaciones en su ámbito de competencia sobre cuestiones relacionadas con valores e instrumentos derivados, incluida la documentación bancaria y de intermediarios e información sobre identificación de la clientela, independientemente de que el regulador *nacional* tenga o no un interés independiente en el asunto.
2. La ayuda para obtener documentación, incluso cuando se trate de ayuda de forma obligada, deberá prestarse a los reguladores *extranjeros* de conformidad con la legislación de valores e instrumentos derivados.
3. Los reguladores deben estar en condiciones de prestar ayuda, incluida la obtención de órdenes judiciales, en la mayor medida posible.
4. Los reguladores deben estar en condiciones de facilitar información sobre los conglomerados financieros bajo su supervisión.
5. Los reguladores deben estar en condiciones de prestar ayuda no sólo para su uso en investigaciones y asuntos de inspección, sino también para otros fines, tales como el establecimiento de programas de cumplimiento cuyo fin sea evitar actividades ilícitas.

**Preguntas clave**

1. ¿El regulador *nacional* está en condiciones de prestar ayuda eficaz y puntual a los reguladores *extranjeros* para obtener<sup>97</sup>

<sup>96</sup> *Principles of Memoranda of Understanding*, supra. Ver también Principios, Sección 9.4; y Acuerdo Multilateral, supra.

<sup>97</sup> Acuerdo sobre la llevanza de registros, supra. Ver también el Acuerdo Multilateral, supra. Esta pregunta se puede responder afirmativamente si una autoridad competente tiene facultad para compartir toda la información necesaria, incluida la información que originalmente estuviera en posesión de otra autoridad competente de la jurisdicción, con su homólogo extranjero. Ver también el Principio 8.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

- a) Documentación actualizada suficiente para reconstruir todas las transacciones con valores e instrumentos derivados, incluida la documentación relativa a todos los fondos y activos que entran y salen de cuentas bancarias y de intermediarios relacionadas con esas transacciones?
  - b) Registros de transacciones con valores e instrumentos derivados que sirvan para identificar:
    - i) El cliente?
      - (1) Nombre del titular de la cuenta
      - (2) Persona autorizada para realizar operaciones
    - ii) El importe de la operación?
    - iii) El momento en que se realizó la transacción?
    - iv) El precio de la transacción?
    - v) La persona y el banco o intermediario que tramitó la transacción?
  - c) Información obrante en la jurisdicción por la que se identifique a personas que sean titulares finales o administradores de personas jurídicas organizadas en su jurisdicción?<sup>98</sup>
2. ¿El regulador *nacional* puede ofrecer ayuda puntual y eficaz a reguladores *extranjeros* para garantizar el cumplimiento de la legislación y las normas relativas a
- a) Uso de información privilegiada, manipulación del mercado, falsedad en información relevante y otras prácticas fraudulentas o manipulativas relacionadas con valores e instrumentos derivados, incluidas las prácticas de captación de clientes, el manejo de fondos de los inversores y las órdenes de los clientes?
  - b) El registro, emisión, oferta o venta de valores e instrumentos derivados, y los requisitos de información sobre los mismos en relación con estas operaciones?<sup>99</sup>

---

<sup>98</sup> Principios, Sección 9.4 ¶ 8; Acuerdo sobre la llevanza de registros, *supra*. Ver también el Acuerdo Multilateral, *supra*.

<sup>99</sup> 1997, Acuerdo sobre la llevanza de registros, *supra*. Ver también el Acuerdo Multilateral, *supra*.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

- c) Intermediarios del mercado, incluyendo a asesores de inversiones y de negociación a los que se requiera disponer de licencia o estar registrados, instituciones de inversión colectiva, sociedades y agencias de valores y custodios?<sup>100</sup>
  - d) Mercados, bolsas y entidades de compensación y liquidación?
3. ¿El regulador *nacional* puede, de conformidad con la legislación y las normas de su jurisdicción, ofrecer ayuda puntual y eficaz a reguladores *extranjeros* independientemente de que el regulador *nacional* tenga interés en la materia?<sup>101</sup>
4. ¿El regulador *nacional* está en condiciones de prestar ayuda eficaz y puntual a los reguladores *extranjeros* para obtener información sobre los procesos reguladores<sup>102</sup> en su jurisdicción?<sup>103</sup>
5. ¿El regulador *nacional* está en condiciones de prestar ayuda eficaz y puntual a los reguladores *extranjeros* para solicitar o exigir
- a) La preparación de documentos?
  - b) La toma de declaración o, donde esté permitido, testimonio bajo juramento?<sup>104</sup>
6. ¿El regulador *nacional* puede ofrecer ayuda puntual y eficaz a los reguladores *extranjeros* para obtener órdenes judiciales o, si está permitido, requerimientos judiciales urgentes?<sup>105</sup>
7. ¿El regulador *nacional* puede ofrecer ayuda puntual y eficaz a los reguladores *extranjeros* en relación con la información sobre conglomerados financieros bajo su supervisión, y más concretamente ayuda en relación con lo siguiente, por ejemplo?
- a) La estructura de los conglomerados financieros?
  - b) Los requisitos de capital en los conglomerados?
  - c) Las inversiones en empresas dentro del mismo grupo?
  - d) Exposiciones intragrupo y a escala de grupo?

---

<sup>100</sup> Principios, Sección 9.4 ¶ 8, punto 1.

<sup>101</sup> Principios, Sección 9.4 ¶ 7; *Principles of Memoranda of Understanding*, supra; Acuerdo Multilateral, supra.

<sup>102</sup> Los “procedimientos reglados” son los procesos formales, como los de concesión de autorizaciones o auditorías, que pudieran resultar relevantes para las tareas de inspección.

<sup>103</sup> Principios, Sección 9.4 ¶ 1 y 8, punto 5. Ver también *Principles of Memoranda of Understanding*, supra. Ver también el Acuerdo Multilateral, supra.

<sup>104</sup> Principios, Sección 9.4 ¶ 8, punto 4. Ver también el Acuerdo Multilateral, supra.

<sup>105</sup> Principios, Sección 9.4 ¶ 8, punto 5. El regulador debe estar en condiciones de exigir la presentación de documentos.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

- e) Relaciones con los accionistas?
- f) Responsabilidad de la gestión y el control de las entidades reguladas?<sup>106</sup>

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas, con la salvedad de que en relación con la Pregunta 7 el regulador puede proporcionar solamente algunos de los tipos de información que se relacionan, si esta limitación no afecta a su capacidad para proporcionar información sobre la entidad bajo su supervisión o vigilancia, siempre y cuando el regulador tome medidas para prestar ayuda dentro de sus competencias y esa ayuda no se preste con tanto retraso que el efecto sea asimilable al de denegarla.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas, excepto a las Preguntas 1(c), 5(b), 6, 7(a), 7(b), 7(c), 7(d), 7(e) y 7(f), siempre y cuando el regulador tome medidas para prestar ayuda dentro de sus competencias y esa ayuda no se preste con tanto retraso que el efecto sea asimilable al de denegarla.

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 2(a), 2(b), 2(c), 2(d), 3, 4 o 5(a), o que no se preste ayuda o se preste con tanto retraso que el efecto sea asimilable al de denegarla.

### **Notas explicativas**

Por lo que respecta a los requerimientos judiciales u otras medidas reparadoras, como la congelación de activos, cuando estén permitidas, se entiende que el regulador puede necesitar la asistencia de otra autoridad. Aunque para obtener un resultado de *Completamente implantado* no es necesario tener competencias para ayudar a obtener esas órdenes judiciales si este tipo de colaboración no esté permitido, en los casos en que sí esté permitido la falta de cooperación puede dar lugar a un resultado de *Parcialmente implantado*.

---

<sup>106</sup> Principios, Sección 9.5 ¶ 2. Ver también *Principles of Memoranda of Understanding*, supra.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

El regulador debe estar en condiciones de demostrar que la ayuda o la cooperación se presta de forma puntual mediante la presentación de expedientes, registros cronológicos u otra documentación.

En esta sección se mencionan expresamente los instrumentos derivados porque puede suceder que en algunas jurisdicciones se comparta información sobre valores, pero no sobre ciertas transacciones con productos derivados. El evaluador debe hacer mención expresa de esta circunstancia cuando proceda.

En los casos en que no haya competencias para prestar una ayuda determinada, el evaluador también debe averiguar si el regulador está tratando de conseguir más competencias o está tomando otras medidas para mejorar su capacidad de cooperación.

## **E. Principios relativos a los emisores**

### **1. *Preámbulo***

Los Principios 14, 15 y 16 están estrechamente relacionados entre sí. El Principio 14 se centra fundamentalmente en la difusión completa puntual y precisa de la información financiera y no financiera, y estas mismas cualidades de la difusión son esenciales para la implantación de los Principios 15 y 16. Por ejemplo, debería ser imposible que la evaluación del Principio 15 indicara que los tenedores de valores reciben un tratamiento justo y equitativo si no reciben información completa, puntual y precisa en relación con las decisiones a la hora de votar y las transacciones que comportan cambios de control, que también se abordan en ese Principio. Igualmente debería ser imposible concluir, al evaluar el Principio 16, que las normas de contabilidad y auditoría son de una calidad elevada y aceptable a escala internacional si los estados contables a los que se aplican esas normas no reflejan la información difundida de forma completa, puntual y precisa. También debería ser imposible concluir que los estados financieros auditados necesarios para los folletos de emisión, los documentos con información específica sobre determinados valores cotizados y los informes anuales reflejan una difusión completa, puntual y precisa con arreglo al Principio 14 o una difusión completa a los accionistas según el Principio 15, si a esos estados financieros no se les han aplicado normas de contabilidad de calidad elevada y aceptable a escala internacional.

Tal y como se indica en la Sección 10.2 de los Principios, la regulación de los emisores debe garantizar tanto la protección de los inversores como un mercado justo, ordenado y eficiente. Para determinar si los Principios 14, 15 y 16 están implantados de forma que se logren estos objetivos, también es necesario tomar en consideración cualquier deficiencia en el marco jurídico general de la jurisdicción, incluidas otras leyes complementarias de la legislación de valores. En el Anexo I se indica la legislación que normalmente forma parte del marco legal, como la legislación de contratos y de sociedades.

Por último, la evaluación de la implantación de los Principios 14, 15 y 16 también es esencial para evaluar la implantación del Principio 19, que se refiere a las instituciones de inversión colectiva.

### **2. *Alcance de la evaluación***

Los Principios 14, 15 y 16 se refieren a los emisores que realizan “ofertas públicas” de valores y a los emisores de valores “negociados públicamente”<sup>107</sup>. Al evaluar la implantación de estos Principios, el evaluador debe tener en cuenta que ninguno de estos términos está definido en los Principios<sup>108</sup>. En consecuencia, el universo de emisores y transacciones a los que se aplican estos tres principios puede variar de una jurisdicción a otra. El evaluador no debe tratar de determinar qué es lo que constituye una oferta pública basándose en su propio criterio en lugar de lo que indica la legislación de esa jurisdicción,

---

<sup>107</sup> Principios, Sección 10.2.

<sup>108</sup> Principios, Sección 10.2 nota 39.

sino que debe hacer constar qué ofertas públicas están cubiertas por la legislación. Esto puede afectar al grado en que estos principios resultan aplicables, o puede sacar a la luz una laguna en la legislación<sup>109</sup>.

Para determinar qué constituye un valor “negociado públicamente”, al que deberían aplicarse los Principios, puede resultar útil recurrir a los Principios sobre mercados secundarios para obtener orientación. Estos Principios indican que el concepto de mercado secundario no está limitado a los mercados organizados tradicionales, sino que abarca diversas modalidades y sistemas de negociación fuera del propio mercado, donde se negocia con valores de renta variable y deuda, además de opciones y algunos productos derivados. No obstante, esa sección se dirige principalmente a las bolsas autorizadas y sistemas regulados de negociación tal y como se definen allí. La regulación apropiada para un mercado secundario concreto dependerá de la naturaleza del mercado y sus participantes<sup>110</sup>.

Teniendo en cuenta que los Principios 14, 15 y 16 establecen requisitos en materia de difusión y rendición de informes principalmente por parte de emisores corporativos; que el objetivo de estos Principios es la protección del inversor y que el objetivo de las bolsas autorizadas y de los sistemas regulados de negociación es la justicia, eficiencia y transparencia, el evaluador debe determinar cuáles son las bolsas y sistemas de negociación de una jurisdicción que deben considerarse sujetos a regulación con arreglo a los Principios 25 al 30 y proporcionan servicios de negociación en valores de renta variable y deuda para el pequeño inversor. La implantación de los Principios 14, 15 y 16 debe evaluarse en relación con los emisores cuyos valores se negocian en esas bolsas autorizadas y sistemas regulados de negociación.

Aun así, puede suceder que el evaluador tenga que recurrir a su propio criterio para determinar si los Principios 14, 15 y 16 están implantados por lo que respecta a los valores negociados públicamente en un mercado en particular. Por ejemplo:

En la jurisdicción A hay una bolsa de valores autorizada, que se evalúa con arreglo a los Principios 25 al 30 y cuenta con 40 emisiones privadas que se negocian activamente. Dos de estas emisiones están cotizadas en el nivel A de la bolsa, y la difusión y rendición de informes por parte de los emisores se ajusta a los requisitos de los Principios 14, 15 y 16. Sin embargo, las 38 emisiones restantes cotizan en el nivel B de la bolsa y los requisitos de difusión y rendición de informes de estos emisores incumple claramente los requisitos de los Principios 14, 15 y 16. La evaluación debe concluir que el Principio *no está implantado*.

Al evaluar la implantación de los Principios 14, 15 y 16, el evaluador también debe tener en cuenta que los requisitos de difusión y rendición de informes pueden proceder de otras fuentes distintas de la legislación y las normas de valores. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones, la difusión puntual y otros requisitos están impuestos por los reglamentos de

---

<sup>109</sup> Principio 1.

<sup>110</sup> Principios, Sección 13.2.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

los mercados. En tales circunstancias, debe haber una supervisión adecuada por parte del regulador.

Por último, el evaluador debe determinar hasta qué punto el mercado secundario y las emisiones negociadas públicamente dentro de una jurisdicción se ajustan, o cabe esperar con criterios realistas que puedan ajustarse, a la cotización o actividad de negociación transfronteriza, ya que esto puede afectar a la importancia de algunas de las Preguntas clave<sup>111</sup>.

En general, el marco conceptual adecuado para la regulación de los emisores requiere legislación adecuada de sociedades, de contabilidad, mercantiles y de contratos. Si bien el evaluador debe estar informado sobre el marco jurídico, en general, los objetivos concretos de la legislación que no es específica de los valores se tratan expresamente en los Asuntos clave, Preguntas clave y Asignación de una categoría de evaluación de esta sección.

---

<sup>111</sup> Principio 14, Pregunta clave 11. Ver también Principio 15, Pregunta clave 6. Ver también Principio 16, Pregunta clave 10, infra.

3. *Principios 14 al 16*

<p><b>Principio 14</b>    <b>Se realizará una difusión completa, puntual y exacta de los resultados financieros y toda aquella información que sea pertinente para las decisiones de los inversores.</b></p>
--

El Principio requiere que se tome en consideración la suficiencia, precisión y puntualidad de la difusión de información tanto financiera como no financiera que sea importante para el inversor a la hora de tomar decisiones. Esta difusión puede referirse a transacciones concretas, informes periódicos y difusión y rendición de informes de forma continua respecto de los acontecimientos significativos. La difusión de información actualizada y fiable para que el inversor pueda tomar decisiones fundamentadas está directamente relacionada con la protección de los inversores y con los mercados justos, eficientes y transparentes<sup>112</sup>. El término “emisor” debe entenderse en sentido amplio, de manera que incluya a todos aquellos que capten fondos en el mercado<sup>113</sup>.

**Asuntos clave**

*Difusión completa*

1. El marco regulador debe garantizar la difusión completa, puntual y precisa de los resultados financieros y de otra información importante para que los inversores tomen decisiones de inversión bien fundamentadas de forma continua.
2. Las normas de difusión deben extenderse a:
  - a) Las condiciones aplicables a una oferta pública de valores
  - b) El contenido y distribución de folletos de emisión, documentos con información específica sobre valores cotizados u otros documentos relacionados con ofertas
  - c) Otros documentos suplementarios preparados para la oferta
  - d) Publicidad en relación con la oferta de valores
  - e) Información sobre aquellos que tienen un interés significativo en una sociedad cotizada
  - f) Información sobre quienes desean controlar una sociedad

---

<sup>112</sup> Principios, Sección 10.3.

<sup>113</sup> Principios, Sección 10.2 ¶ 2.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

- g) Información significativa para la fijación del precio o el valor de un título cotizado<sup>114</sup>
- h) Informes periódicos
- i) Decisiones de los accionistas<sup>115</sup>

### *Difusión general*

- 3. Los requisitos específicos de difusión se añadirán al requisito general<sup>116</sup>.

### *Suficiencia, precisión, puntualidad y responsabilidad de la difusión*

- 4. La difusión deberá ser íntegra, clara, razonablemente específica, precisa y puntual.
- 5. La regulación deberá asegurar que se asume la responsabilidad adecuada respecto del contenido de la información y, dependiendo de las circunstancias, entre los susceptibles de asumir la responsabilidad pueden encontrarse los emisores, los aseguradores, los promotores, los administradores, los apoderados de la sociedad y los expertos y asesores que autoricen ser nombrados en la documentación<sup>117</sup>.

### *Derogación*

- 6. Las circunstancias en las que se permita alguna excepción a la difusión completa y puntual de la información deberán estar limitadas, y las salvaguardias aplicables bajo tales circunstancias deberán ser claras.

## **Preguntas clave**

### *Difusión total*

- 1. ¿Tiene el marco regulador establecidos requisitos de difusión claros, razonablemente puntuales, completos y específicos en relación con
  - a) Ofertas públicas, con inclusión de las condiciones aplicables a una oferta pública de valores, el contenido y la distribución de folletos y otros documentos de oferta (y, cuando sea pertinente, folletos resumidos o documentos de introducción) y otros documentos suplementarios preparados para la oferta<sup>118</sup>?
  - b) Informes anuales?

---

<sup>114</sup> Si hay clases de acciones u otras características estructurales que afectasen al precio de las acciones, deben difundirse. Esta información también debe incluir la difusión de información que puede afectar a los precios.

<sup>115</sup> Principios, Sección 10.4 ¶ 1.

<sup>116</sup> Principios, Sección 10.4 ¶ 2.

<sup>117</sup> Principios, Sección 10.4 ¶ 3.

<sup>118</sup> El término “condiciones” se refiere tanto a las restricciones o estipulaciones en relación con una oferta como a las condiciones de la transacción.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

- c) Otros informes periódicos?
  - d) Decisiones de voto de los accionistas?
2. ¿Tiene el marco regulador establecidos requisitos suficientemente claros, integrales y específicos en relación con
- a) Difusión puntual de hechos que sean relevantes para el precio o valor de los títulos cotizados<sup>119</sup>?
  - b) Cotización de valores<sup>120</sup>?
  - c) Publicidad sobre ofertas públicas al margen de los folletos de emisión<sup>121</sup>?
3. Si hay mercados de productos derivados, ¿los operadores o los intermediarios de los mercados tienen obligación de difundir los términos de los contratos negociados, los mecanismos de negociación y los riesgos relacionados con el endeudamiento o el apalancamiento?<sup>122</sup>
4. ¿El marco regulador exige<sup>123</sup>
- a) Que la difusión de información financiera y otra información exigida en los folletos de emisión, documentos de cotización, informes anuales y otros informes periódicos y, cuando proceda, en relación con las decisiones de los accionistas, sea suficientemente puntual para que resulte útil a los inversores?
  - b) Que la información periódica sobre la situación financiera y los resultados de las operaciones (que puede estar resumida) sea pública y se encuentra a disposición de los inversores?
  - c) Que se tomen medidas adecuadas (por ejemplo, presentación de la información financiera no auditada más reciente) cuando los estados financieros auditados incluidos en un prospecto de emisión para una oferta pública dejen de estar actualizados<sup>124</sup>?

### *Difusión general*

---

<sup>119</sup> Principios, Sección 10.3 y 10.4 ¶ 2. Ver también las notas explicativas en relación con la puntualidad.

<sup>120</sup> Principios, Sección 10.2 ¶ 1 y 2; y Sección 10.4 ¶ 1.

<sup>121</sup> Principios, Sección 10.2 ¶ 1 y Sección 10.4 ¶ 1.

<sup>122</sup> Principios, Sección 10.2 nota 40.

<sup>123</sup> Principios, Secciones 10.3 y 10.4 ¶ 2.

<sup>124</sup> Principio 14, Principios, Sección 10.3; 10.4 ¶ 2; y 10.6 ¶ 2.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

5. Además de los requisitos específicos de difusión, ¿existe algún requisito general de difusión de toda la información relevante o toda la información necesaria para evitar que la información difundida resulte engañosa?<sup>125</sup>

### *Suficiencia, precisión, puntualidad y responsabilidad de la difusión*

6. ¿Existen medidas a disposición del regulador (por ejemplo, revisiones, certificación<sup>126</sup>, documentación auxiliar, sanciones) para contribuir a garantizar que la difusión exigida sea suficiente, precisa y puntual?<sup>127</sup>
7. ¿La regulación asegura que se asume la responsabilidad adecuada respecto al contenido de la información contenida en los documentos de difusión, y que la difusión se lleve a cabo puntualmente, estableciendo sanciones o responsabilidad para el emisor y las personas responsables que no actúen con la debida diligencia a la hora de recopilar y facilitar la información? (Dependiendo de las circunstancias, entre los susceptibles de asumir la responsabilidad pueden encontrarse el emisor, los aseguradores, los promotores, los administradores, los apoderados de la sociedad y los expertos y asesores que autoricen ser nombrados en la documentación.)<sup>128</sup>

### *Derogación*

8. ¿Las circunstancias en que la difusión se puede omitir o posponer están limitadas a los secretos comerciales, otra información similar sujeta a derechos de propiedad intelectual u otros fines comerciales válidos, como los procesos de negociación incompletos?<sup>129</sup>
9. En los casos en que haya alguna excepción al objetivo de difusión completa y puntual de la información, ¿la regulación es suficiente para estipular<sup>130</sup>
- Suspender temporalmente la negociación?
  - Restricciones o sanciones en relación con las actividades de negociación por parte de personas con más información<sup>131</sup>?

### *Cuestiones transfronterizas*

10. Si las ofertas públicas o cotizaciones por parte de emisores extranjeros son considerables dentro de la jurisdicción, ¿los requisitos de difusión para tales ofertas o cotizaciones de valores de renta variable por parte de los emisores extranjeros dentro de la jurisdicción son coherentes con las Normas Internacionales de la OICV

---

<sup>125</sup> Principios, Sección 10.4, ¶ 2.

<sup>126</sup> El término “certificación” se utiliza generalmente en relación con auditorías internas de estados contables; pero la lista es a título de ejemplo y el término también se puede referir a otras certificaciones

<sup>127</sup> Principios, Sección 10.4 último ¶.

<sup>128</sup> Principios, Sección 10.4 ¶ 4.

<sup>129</sup> Id.

<sup>130</sup> Si se trata de información que puede afectar a los precios.

<sup>131</sup> Principios, Sección 10.4 ¶ 4.

sobre ofertas y salidas a bolsa transfronterizas de entidades emisoras multinacionales?<sup>132</sup>

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables. Si no hay excepciones a los requisitos de difusión, las Preguntas 8, 9(a) y 9(b) se pueden considerar como no aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2(c), 4(c) y 8.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 1(c), 2(c), 3, 4(c), 8 y 10.

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 1(d), 2(a), 2(b), 4(a), 4(b), 5, 6, 7, 9(a) o 9(b).

### **Notas explicativas**

En relación con el marco jurídico de una jurisdicción en materia de difusión, las Preguntas clave parten de que el evaluador debe tomar en consideración no sólo si la información que se debe revelar es suficientemente clara, completa, razonablemente puntual y específica, sino también si la difusión se lleva a efecto en circunstancias favorables para que los inversores utilicen esa información para tomar decisiones de inversión y voto. Por ejemplo, el evaluador debe tener en cuenta si el régimen regulador aborda adecuadamente las prácticas de venta, como por ejemplo la publicidad agresiva o intencionada (“touting”) distinta de los documentos de difusión exigidos que pueden perjudicar la confianza de los inversores en los documentos de difusión exigidos.

*En relación con lo que puede constituir “difusión puntual”* para los efectos de la Pregunta clave 2(a), la Declaración de Principios sobre la Publicación Continua e Información sobre Hechos Relevantes por parte de Entidades Cotizadas del Comité Técnico de la OICV establece lo siguiente:

La entidad cotizada deberá publicar información continua de manera puntual, lo cual puede exigir la difusión sobre:

---

<sup>132</sup> Informe de la OICV N.º 81, *International Disclosure Standards for Cross Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, OICV (septiembre 1998).

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

Una base inmediata para la difusión de hechos relevantes, que se puede definir como “tan pronto como sea posible” o con un plazo máximo en días (por ejemplo, dos días hábiles, como se propone en ciertas jurisdicciones)<sup>133</sup>;

Estos principios también indican:

Bajo el enfoque de la obligación general y continua, la difusión que se deberá facilitar en algunas jurisdicciones por la autoridad competente puede estar sujeta a retrasos si:

- (a) la información es confidencial con arreglo a la legislación;
- (b) la información se refiere a una propuesta o negociación incompleta o la difusión de determinada información puede perjudicar los intereses legítimos de los inversores de la entidad; en estos casos la entidad cotizada debe asegurar que se mantenga la estricta confidencialidad de la información<sup>134</sup>.

Por último, en lo que se refiere a la difusión de información exigida periódicamente con arreglo a la legislación o a los reglamentos de cotización, como los informes trimestrales o anuales, estos principios señalan que “la obligación de difusión puede requerir la difusión de información relevante con carácter inmediato incluso si pertenece a la información periódica”<sup>135</sup>.

*En cuanto a la entrega adecuada de la Información financiera periódica* a la que se refiere la Pregunta clave 4(b), la práctica varía de una jurisdicción a otra en cuanto a la frecuencia y momento de difusión de esta información. Es necesario responder afirmativamente a la Pregunta clave 4(b) si la información financiera periódica se presenta con una frecuencia semestral como mínimo.

---

<sup>133</sup> Informe de la OICV N.º 132, *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities for Foreign Offers*, Comité Técnico de la OICV (octubre 2002). pp. 4-5.

<sup>134</sup> Id.

<sup>135</sup> Id.

**Principio 15 Los accionistas de una sociedad serán tratados de una manera justa y equitativa.**

Este Principio requiere evaluar si los derechos básicos de los accionistas están protegidos, y si los accionistas de una misma categoría reciben un trato equitativo.

El Principio 15 aborda muchas de las cuestiones que cubren los Principios I y II de los *Principios para el gobierno de las empresas* de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE) en relación con los derechos de los accionistas y su trato equitativo, en especial por lo que respecta a las decisiones de voto, ofertas de adquisición y otras transacciones que pueden dar lugar a un cambio de control o que puedan suponer una unificación del control<sup>136</sup>.

En general, el evaluador debe examinar las respuestas a las Preguntas clave siguientes basándose en los requisitos de la jurisdicción en relación con los emisores que están organizados o constituidos como tales dentro de ella. Sin embargo, si hay una presencia significativa de ofertas públicas o admisiones a cotización por parte de emisores extranjeros dentro de la jurisdicción, deberá abordarse la Pregunta clave 6.

**Asuntos clave**

*Derechos de los accionistas*

1. Los derechos básicos de los accionistas son:
  - a) Derecho a registrar<sup>137</sup> y transferir la propiedad de sus acciones
  - b) Derecho a participar con la debida información en las decisiones adoptadas por votación (si sus títulos tienen aparejados derechos de voto)
  - c) Derecho a participar equitativamente en los dividendos y otros repartos, en su caso y según corresponda, incluidos los repartos en caso de liquidación
  - d) Derecho a aprobar los cambios en las condiciones de los derechos inherentes a sus acciones
  - e) Derecho, en la medida de lo posible, a tener oportunidades razonables y equitativas para tomar parte en cualesquiera beneficios que les correspondan

---

<sup>136</sup> Este aspecto incluye tanto las ofertas de los emisores como las licitaciones.

<sup>137</sup> Registrar o validar.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

a tenor de cualquier propuesta según la cual una persona adquiriría una participación significativa en la sociedad<sup>138</sup>

- f) Derecho a exigir responsabilidades a los administradores de la sociedad por sus acciones
- g) Derecho a recibir un tratamiento justo y equitativo (en particular los accionistas minoritarios) en relación con la propuesta<sup>139</sup>

### *Control*

- 2. Para asegurar el tratamiento justo y equitativo de los accionistas, la regulación deberá exigir la difusión de:
  - a) Cambios en la participación de control
  - b) La información necesaria para tomar decisiones fundamentadas en relación con ofertas públicas de adquisición y otras transacciones que comporten un cambio de control o que puedan dar lugar a un cambio de control, o que pueda consolidar el control
  - c) La participación accionaria de los consejeros y la cúpula directiva<sup>140</sup>
  - d) La participación accionaria de las personas que tengan una participación significativa en la sociedad<sup>141</sup>

### **Preguntas clave**

#### *Derechos de los accionistas*

- 1. ¿El marco regulador y la infraestructura legal contemplan los derechos y el trato equitativo de los accionistas en relación con
  - a) Votación:
    - i) Para elegir a los consejeros?
    - ii) Sobre cambios en la sociedad que afecten a las condiciones de sus títulos?
    - iii) Sobre otros cambios importantes en la sociedad?
  - b) Notificación puntual de las juntas de accionistas?

---

<sup>138</sup> Principios, Sección 10.5 ¶ 4.

<sup>139</sup> Principios, Sección 10.5 ¶ 4.

<sup>140</sup> Ver definición en las Notas explicativas.

<sup>141</sup> Principios, Sección 10.1 ¶ 1.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

- c) Procedimientos que permitan a quienes tienen una participación en la sociedad otorgar poderes de representación o instrucciones de votación de forma eficaz?
  - d) Registro de la titularidad (si se trata de acciones nominativas) y transferencia de las acciones?
  - e) Recepción de dividendos u otros repartos, en su caso y según corresponda?
  - f) Transacciones que comporten:
    - i) Absorción?
    - ii) Otras transacciones de cambio de control?
  - g) Exigir responsabilidades a la sociedad, a sus consejeros y a la cúpula directiva por su participación o supervisión en actos que supongan infracciones a la normativa?
  - h) Quiebra o insolvencia de la sociedad<sup>142</sup>?
2. ¿Se exige la difusión completa de toda la información relevante para tomar una decisión de inversión o de voto, en relación con las decisiones de voto de los accionistas en general y concretamente en relación con las transacciones indicadas en las Preguntas 1(f)(i) y 1(f)(ii)?<sup>143</sup>

### *Control*

3. En relación con las transacciones indicadas en las Preguntas 1(f)(i) y 1(f)(ii), indicar lo siguiente respecto de los accionistas de la categoría o categorías de valores a las que afecte la propuesta:
- a) ¿Disponen de un plazo razonable para considerar la propuesta?
  - b) ¿Disponen de información adecuada para poder evaluar adecuadamente la propuesta?
  - c) En la medida de lo posible, ¿tienen oportunidades razonables y equitativas para tomar parte en cualesquiera beneficios que les correspondan a tenor de la propuesta?
  - d) ¿Reciben un trato justo y equitativo (especialmente los accionistas minoritarios) en relación con la propuesta?

---

<sup>142</sup> Principios, Sección 10.5 y Principios, Anexo 3. Esto puede afectar al valor de un título cotizado; los accionistas deben estar en condiciones de determinar y ejercer sus derechos en caso de liquidación o insolvencia.

<sup>143</sup> Principios, Sección 10.5.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

- e) ¿No quedan en situación de desventaja desleal debido al trato y a la conducta de los consejeros de cualquiera de las partes de la operación o a la actuación de mala fe de los consejeros cuando respondan a la propuesta o hagan recomendaciones respecto a ella?<sup>144</sup>
4. En relación con tenencias considerables de títulos con derecho a voto:
- a) ¿Se exige la difusión puntual de información sobre la identidad y participación de las personas con una participación considerable en la sociedad (aun en un nivel muy inferior al de participación de control)
    - i) En documentos sobre ofertas públicas y otros documentos sobre valores cotizados?
    - ii) Cuando se alcanza el umbral de participación que exige la difusión?
    - iii) Al menos una vez al año (por ejemplo, en el informe anual del emisor)?
  - b) ¿Los cambios significativos de titularidad y otra información exigida tienen que difundirse puntualmente?
  - c) ¿Estos requisitos de difusión son aplicables a dos o más personas que actúan coordinadamente, incluso si su participación individual no está sujeta a difusión obligatoria?
  - d) ¿La infraestructura legal es suficiente para garantizar la aplicación y que cumplimiento de los requisitos?<sup>145</sup>
5. Por lo que respecta a la tenencia de títulos con derecho a voto por parte de consejeros y miembros de la cúpula directiva:
- a) ¿Se exige la difusión puntual de información sobre la participación y los cambios importantes en la participación de una sociedad?
  - b) ¿Esa información está disponible:
    - i) En documentos sobre ofertas públicas y otros documentos sobre valores cotizados?
    - ii) Al menos una vez al año (por ejemplo, en el informe anual del emisor)?
  - c) ¿La infraestructura legal es suficiente para garantizar la aplicación y el cumplimiento de estos requisitos?

---

<sup>144</sup> Id.

<sup>145</sup> Principios, Sección 10.5 ¶ 1 y 2.

*Operaciones transfronterizas*

6. Si las ofertas públicas o cotizaciones por parte de emisores extranjeros son considerables dentro de la jurisdicción, ¿la jurisdicción exige que se difundan en la documentación de la oferta y los documentos de cotización de los emisores las eventuales disposiciones en materia de gobierno, o información sobre la jurisdicción del emisor extranjero que pudiera afectar sustancialmente al trato justo y equitativo de los accionistas<sup>146</sup>?

**Asignación de una categoría de evaluación**

*Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

*Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 1(b), 1(c) y 6.

*Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 1(b), 1(c), 1(g), 1(h), 3(e), 4(a)(iii), 4(c), 5(b)(ii) y 6.

*No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a)(i), 1(a)(ii), 1(a)(iii), 1(d), 1(e), 1(f)(i), 1(f)(ii), 2, 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 4(a)(i), 4(a)(ii), 4(b), 4(d), 5(a), 5(b)(i) o 5(c).

**Notas explicativas**

Con frecuencia surgen preocupaciones sobre los temas que aborda este Principio en relación con el tratamiento potencialmente dispar de los accionistas mayoritarios y minoritarios, o en caso de ofertas de adquisición y otras transacciones que comporten cambios de control en que los derechos de los accionistas se vean afectados.

En la Cuestión Clave 1 se establecen los derechos básicos de los accionistas que se deben proteger. Los temas de gobierno corporativo pueden estar tratados en la legislación general, en los reglamentos de las bolsas autorizadas o de los sistemas regulados de negociación o por un código de prácticas, además de la legislación y las normas específicas sobre valores<sup>147</sup>.

---

<sup>146</sup> *International Disclosure Standards for Cross Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, supra, Partes IX A y X A y B.

<sup>147</sup> Principios, nota 5. Ver también el documento de la OCDE *Principles on Corporate Governance*.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

El término “consejeros y cúpula directiva” incluye (a) a los consejeros de la sociedad, (b) a los miembros de los órganos de administración, supervisión y dirección, (c) a los socios con responsabilidad ilimitada, si se trata de una sociedad limitada con capital en acciones, y (d) los candidatos para ocupar los cargos anteriormente mencionados. Las personas cubiertas por el término “órganos de administración, supervisión y dirección” varían de un país a otro y, para los efectos de cumplir las normas en materia de difusión, vendrán determinadas por el país de que se trate<sup>148</sup>.

En cuanto a las Preguntas clave 4(a)(i), 4(a)(ii), 4(a)(iii) y 4(b), las prácticas varían de una jurisdicción a otra en cuanto al umbral que representa una participación considerable sujeta a difusión obligatoria (por ejemplo, el 5% o el 10%), así como la puntualidad (por ejemplo, 7 o 10 días naturales o hábiles) y la frecuencia con que se deba realizar la difusión, y lo mismo ocurre con los umbrales, frecuencias y puntualidad de la difusión sobre cambios en la participación. Sin embargo, cuando tal revelación se refiera a una transacción efectiva o propuesta que comporte un cambio de control, conviene consultar las Notas explicativas del Principio 14 para conseguir orientación sobre difusión puntual bajo esas circunstancias.

Por lo que respecta a las Preguntas clave 4(a)(i), 4(a)(ii), 4(a)(iii), 5(b)(i) y 5(b)(ii), evidentemente la puntualidad de la difusión exigida sobre participación dependerá de la puntualidad de la tramitación y de la disponibilidad del documento en que conste tal información. Con todo, el evaluador debe considerar también si la información sobre participación que conste en tal documento corresponde a una fecha razonablemente próxima a la de tramitación y/o disponibilidad del documento.

---

<sup>148</sup> *International Disclosure Standards for Cross Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, supra. Es suficiente la difusión de la participación de los consejeros y la cúpula directiva de forma conjunta en lugar de especificar la participación individual de cada uno, si bien la Pregunta clave 4 sería de aplicación por lo que se refiere a la difusión por separado de la participación considerable de consejeros y miembros de la cúpula directiva con carácter individual.

**Principio 16 Las normas de contabilidad y auditoría serán de una calidad elevada y aceptable a escala internacional.**

La amplitud, coherencia, relevancia y fiabilidad de la información financiera, y la posibilidad de contrastarla, son cruciales para la toma de decisiones fundamentadas<sup>149</sup>.

Este Principio debe considerarse y evaluarse junto con el Principio 14, que requiere la difusión completa, puntual y precisa de la información financiera importante para las decisiones de inversión. El evaluador debe determinar con arreglo al Principio 14 si los estados contables exigidos en la documentación para ofertas públicas y cotizaciones, así como los informes periódicos, son suficientes para satisfacer el requisito de difusión completa, precisa y puntual, y seguidamente deberá evaluar, con arreglo al Principio 16, la calidad de los principios de contabilidad y auditoría empleados para su preparación y verificación.

**Asuntos clave**

1. La alta calidad y las normas de contabilidad y auditoría aceptables a escala internacional son esenciales para garantizar que la información financiera necesaria para tomar decisiones fundamentadas sea fiable y se pueda comparar. Los principios contables deberían asegurar la difusión de la información fundamental.
2. Debe existir un mecanismo apropiado para fijar e interpretar normas de contabilidad y auditoría de alta calidad.
3. Estas normas de contabilidad y auditoría de alta calidad y aceptables a escala internacional deben ser imponentes y deben ser impuestas.
4. El marco regulador debe garantizar la independencia de los auditores.
  - a) Los estándares de independencia para los auditores de entidades cotizadas deben estar concebidos para promover un entorno donde el auditor esté libre de toda influencia, interés o relación que pudiera afectar a su criterio profesional o a su objetividad, o que, en opinión de un inversor razonable, pudiera afectarle de esa manera
  - b) Los estándares de independencia deben establecer salvaguardias adecuadas para que el auditor pueda mitigar las amenazas contra su independencia que surjan de actividades y relaciones permisibles

---

<sup>149</sup> Principios, Sección 10.6. Asimismo, los estados financieros de las sociedades deberían mostrar la responsabilidad de sus gestores en relación a los recursos que se les confían.

5. En el caso de las sociedades cotizadas, con independencia de la estructura jurídica concreta de la jurisdicción, un organismo de gobierno que tanto formalmente como de hecho sea independiente de la sociedad auditada (por ejemplo, un grupo de accionistas o un organismo de supervisión o de auditoría empresarial) debe supervisar el proceso de selección y designación del auditor externo.

**Preguntas clave**<sup>150</sup>

1. ¿Las sociedades cotizadas tienen que incluir estados financieros auditados en
  - a) Documentos sobre ofertas públicas y otros documentos sobre valores cotizados<sup>151</sup>?
  - b) Informes anuales a disposición del público?
2. ¿Los estados financieros auditados exigidos incluyen:
  - a) Un balance general o unos estados financieros?
  - b) Un estado de resultados de explotación?
  - c) Un estado del flujo de caja?
  - d) Un estado de cambios de accionariado o información comparable que conste en otro lugar de los estados financieros auditados o sus notas?<sup>152</sup>
3. Por lo que respecta a los estados contables exigidos en la documentación para ofertas públicas y documentación de cotización e informes anuales a disposición del público,
  - a) ¿Deben elaborarse y presentarse con arreglo a un conjunto amplio de normas de contabilidad?
  - b) ¿Esas normas de contabilidad son de calidad alta y aceptable a escala internacional?
4. Los estados contables deben presentarse de tal forma que:
  - a) Sean completos?<sup>153</sup>
  - b) Resulten comprensibles para los inversores?
  - c) Reflejen una aplicación coherente de las normas de contabilidad?

---

<sup>150</sup> Principios, Sección 10.6.

<sup>151</sup> Puede haber casos, como una Institución de Inversión Colectiva que aún no haya captado fondos o una oferta de un producto titulado, en que los estados financieros no sean necesarios. Bajo estas circunstancias, el regulador puede exigir otra información que considere relevante para las condiciones de tales ofertas.

<sup>152</sup> Principios, Sección 10.6 ¶ 1.

<sup>153</sup> Ver Notas explicativas.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

- d) Se puedan comparar, si se presenta más de un período contable?
- 5. Por lo que respecta a los estados contables incluidos en la documentación para ofertas públicas y documentación de cotización e informes anuales a disposición del público,
  - a) ¿Tienen que auditarse con arreglo a un conjunto amplio de normas de auditoría?
  - b) ¿Esas normas de auditoría son de calidad alta y aceptable a escala internacional?
- 6. ¿Existen normas o requisitos suficientes para garantizar la independencia del auditor externo?
- 7. En los casos en que se utilicen estados contables sin auditar, por ejemplo en informes provisionales y estados contables de períodos intermedios en documentos para ofertas públicas y documentación de cotización, ya sea en forma integral o resumida, ¿la información financiera se presenta con arreglo a normas de contabilidad de calidad alta y aceptable a escala internacional?
- 8. Sobre supervisión, interpretación e independencia:
  - a) En cuanto a las normas de contabilidad,
    - i) ¿El marco regulador prevé la existencia de una organización responsable de la creación y puntual interpretación de las normas de contabilidad?
    - ii) En caso afirmativo, ¿los procesos de dicha organización son abiertos y transparentes y, si la organización es independiente, el proceso de interpretación se lleva a cabo en colaboración con el regulador u otro organismo que intervenga en interés público, o bajo su supervisión?
  - b) En cuanto a las normas de auditoría,
    - i) ¿El marco regulador prevé la existencia de una organización responsable para la creación y puntual interpretación de las normas de auditoría?
    - ii) En caso afirmativo, ¿los procesos de dicha organización son abiertos y transparentes y, si la organización es independiente, el proceso de interpretación se lleva a cabo en colaboración con el regulador u otro organismo que intervenga en interés público, o bajo su supervisión?
  - c) En cuanto al auditor externo, cuando se trate de sociedades cotizadas,

- i) ¿El auditor externo tiene que ser independiente de la sociedad auditada, tanto formalmente como de hecho?
  - ii) ¿Existe un órgano de dirección que sea independiente de la dirección de la sociedad tanto formalmente como de hecho (por ejemplo, un grupo de accionistas o un organismo de supervisión o de auditoría empresarial) que supervise el proceso de selección y designación del auditor externo?<sup>154</sup>
  - iii) ¿Se exige la puntual difusión de información sobre la dimisión, destitución o sustitución de un auditor externo?
9. ¿Existe algún mecanismo adecuado para
- a) Hacer cumplir las normas de contabilidad tales como la necesidad de presentar estados contables modificados, si los presentados en primer lugar no se ceñían a las normas aceptadas?
  - b) Hacer cumplir los estándares de auditoría e independencia del auditor, como la negativa a aceptar informes de auditoría que se desvíen de las normas exigidas en cuanto a la opinión expresada o el alcance de la auditoría, o por falta de independencia, o la exigencia de que se revisen?
10. Si las ofertas públicas o cotizaciones por parte de emisores extranjeros son considerables dentro de la jurisdicción, ¿el regulador permite el uso de normas de contabilidad de calidad alta y aceptable a escala internacional por parte de sociedades extranjeras que deseen cotizar u ofrecer valores en el país?<sup>155</sup>

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 8(a)(ii), 8(b)(ii), 8(c)(iii) y 10.

---

<sup>154</sup> Principio 15, Pregunta clave 5, supra. Ver también las Notas explicativas.

<sup>155</sup> Principios, Sección 10.6 para todas las Preguntas, y también examen a la luz del Principio 14 sobre la difusión puntual y completa de la información financiera necesaria para tomar decisiones de inversión y de voto por parte de los accionistas. Ver también el Acuerdo del Comité de Presidentes de la OICV *Resolution Concerning International Standards on Auditing* (La implantación de este acuerdo se ha suspendido porque las normas internacionales de auditoría a las que se hacía referencia en octubre de 1992 ya no existen. Sin embargo, no se ha revocado porque continúan las conversaciones con IFAC y cabe la posibilidad de que esta cuestión se resuelva en un futuro previsible) y el Acuerdo del Comité de Presidentes de la OICV *Resolution on IASC Standards* (mayo 2000).

*Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2(c), 2(d), 3(b), 4(d), 5(b), 7, 8(a)(ii), 8(b)(ii), 8(c)(iii) y 10.

*No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 2(a), 2(b), 3(a), 4(a), 4(b), 4(c), 5(a), 6, 8(a)(i), 8(b)(i), 8(c)(i), 8(c)(ii), 9(a) o 9(b).

**Notas explicativas**

Para que se consideren “amplias” a los efectos de la Pregunta clave 4(a), las normas de contabilidad con arreglo a las cuales se elaboran los estados contables anuales deben exigir notas que (a) resuman las políticas contables más significativas que se utilizan para preparar los estados financieros, (b) incluyan toda la información relevante que deba difundirse con arreglo a esas normas, y (c) incluyan cualquier información adicional importante que resulte necesaria para comprender la información presentada en el cuerpo de los estados contables<sup>156</sup>. El evaluador deberá determinar qué ocurre en la práctica y si hay alguna norma que se haga cumplir, y de qué manera.

No es necesario que las normas contables, de auditoría y de independencia que se mencionan en la Pregunta clave 6 y en algunas partes de la Pregunta clave 8 estén impuestas o interpretadas por una organización dentro de la jurisdicción. Algunas jurisdicciones pueden adoptar y dar por buenas normas impuestas o interpretadas por organizaciones internacionales o por otros organismos normativos. Sin embargo, en este caso es fundamental que la jurisdicción disponga de un marco legal que contemple un mecanismo para garantizar la implantación efectiva de estas normas y su correcto cumplimiento. Los mecanismos de implantación y ejecución de una jurisdicción, incluidos los mecanismos a los que se refieren las Preguntas clave 9(a) y 9(b), no tienen que depender necesariamente del regulador ni de otras autoridades reguladoras constituidas dentro de la jurisdicción; pero si la ejecución se deja en manos de terceros, es esencial que el marco regulador de la jurisdicción establezca que el regulador u otro organismo que intervenga en interés público sea capaz de supervisar el proceso de ejecución y garantizar que sea vinculante para las empresas cuyos valores se ofrezcan o se negocien públicamente dentro de la jurisdicción, y que haya auditores externos dentro de la jurisdicción.

Las normas para garantizar la independencia de los auditores externos que se contemplan en las Preguntas clave 6 y 8(c)(i) deben incluir un sistema de principios, respaldado por una serie de prohibiciones, restricciones, otras medidas y procedimientos y condiciones de difusión, de tal manera que se aborden las siguientes amenazas contra la independencia: interés personal, autorrevisión, componendas, familiaridad e intimidación. La

---

<sup>156</sup> Ver el Informe de la OICV N.º 141, *General Principles Regarding Disclosure of Managements Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, Comité Técnico de la OICV (febrero 2003).

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS EMISORES

independencia debe incluir la necesidad de asegurar una adecuada rotación del auditor o del equipo encargado de la auditoría, de tal manera que los miembros más antiguos de un equipo no se mantengan en puestos clave con responsabilidades de decisión durante períodos prolongados<sup>157</sup>.

En cuanto a las Preguntas clave 6, 8(c)(ii) y 9(b), la supervisión eficaz de los auditores externos debe incluir mecanismos para: (a) exigir que los auditores cuenten con la debida cualificación y competencia antes de obtener la licencia necesaria para realizar auditorías; (b) retirar la autorización para realizar auditorías si no se mantiene la cualificación y la competencia adecuadas; (c) exigir que los auditores sean independientes de las empresas a las que auditan, tanto en apariencia como de hecho; y (d) supervisar la calidad de las auditorías, su independencia y sus estándares éticos, así como establecer las medidas oportunas para el control de calidad<sup>158</sup>.

---

<sup>157</sup> Informe de la OICV N.º 133, *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*, Comité Técnico de la OICV (octubre 2002).

<sup>158</sup> Informe de la OICV N.º 134, *Principles for Auditor Oversight*, Comité Técnico de la OICV (octubre 2002).

## **F. Principios relativos a las instituciones de inversión colectiva**

### **1. *Preámbulo***

Las instituciones de inversión colectiva (IIC) desempeñan un papel importante en las economías modernas al canalizar recursos hacia los mercados de valores y ofrecer a los inversores un medio de conseguir una diversificación de riesgos en sus inversiones. Dado que los inversores colocan su dinero en fondos de inversión y otros vehículos de inversión colectiva, cada vez es más importante que exista una regulación adecuada.

La adecuada regulación de las IIC es fundamental para lograr los objetivos de protección del inversor y preservar la confianza en los mercados. Las IIC, como otras entidades que captan fondos en el mercado, están sujetas a requisitos de difusión<sup>159</sup>. Sin embargo, los pequeños inversores de las IIC dependen de las entidades gestoras de las instituciones para gestionar sus fondos y para que actúen en su mejor interés. Los pequeños inversores son especialmente vulnerables a la mala conducta de los gestores de las IIC. La regulación debe promover y asegurar un nivel elevado de cumplimiento por parte de estas entidades.

La regulación debe ocuparse de la competencia del administrador del fondo, de la observancia de las condiciones establecidas en los folletos de emisión y otros documentos constitutivos y del control adecuado de los fondos de los inversores y de los activos de la institución, pero no de lo acertado de las decisiones de inversión (cuando se contemple en los documentos constitutivos).

La supervisión debe tratar de asegurar que los activos de una IIC estén gestionados en el mejor interés de los inversores y con arreglo a los objetivos de la IIC. Esto incluye asegurar que los activos se mantengan en custodia en nombre de los inversores, y que existan mecanismos para confirmar que las inversiones en una IIC están valoradas adecuadamente. A este respecto, supervisar a un gestor incluye supervisar las medidas para garantizar que los inversores estén expuestos a un nivel de riesgo acorde con los objetivos del fondo, además de asegurar que se mantenga un nivel mínimo de diversificación con arreglo a la regulación<sup>160</sup>.

### **2. *Alcance de la evaluación***

Los Principios 17 al 20 se refieren específicamente a las IIC.

El Principio 17 requiere que la regulación fije normas para quienes intervienen en la gestión de una IIC y para su comercialización; el Principio 18 está dedicado principalmente a la protección de los activos de los clientes; el Principio 19 se refiere a los requisitos de las IIC en materia de difusión, y el Principio 20 trata de la valoración de los activos y la fijación de precio, y del reembolso de participaciones.

---

<sup>159</sup> Principios 14 al 16 y Principio 19.

<sup>160</sup> Informe de la OICV N.º 69, *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Comité Técnico de la OICV (septiembre 1997).

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

Estos Principios están relacionados entre sí y se complementan mutuamente. Todos ellos tienen que estar implantados para asegurar una protección adecuada del inversor. Además, la evaluación del Principio 19, que se refiere a cuestiones de difusión, debe ser coherente y comparable con la evaluación de las obligaciones de difusión contenidas en los Principios para los emisores<sup>161</sup>.

El término “instituciones de inversión colectiva” incluye los fondos de inversión de capital variable autorizados en los que se pueden reembolsar las participaciones, ya sea de forma continua o periódicamente. También incluye las instituciones de capital fijo cuyas acciones o participaciones se negocian en el mercado de valores, los fondos fiduciarios de inversión, los modelos contractuales y las UCITs (organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios) europeos<sup>162</sup>.

En algunas jurisdicciones, los fondos con capital fijo no están sujetos a requisitos especiales de autorización o supervisión y, en cambio, están regulados conforme a los términos del reglamento de bolsa<sup>163</sup>. Si esto ocurre en la jurisdicción objeto de evaluación, la situación se debe reflejar debidamente y se debe incluir una explicación detallada y una evaluación del reglamento de bolsa aplicable, teniendo en cuenta los objetivos de protección de los inversores que se especifican en los Asuntos clave de esta sección.

En muchas jurisdicciones existen requisitos distintos para las IIC que se ofrece al público y las que no. De hecho, en la mayor parte de las jurisdicciones se observa una tendencia a reducir la supervisión de las colocaciones privadas. El concepto de oferta pública se puede definir de distintas maneras. El evaluador no debe tratar de determinar qué es lo que constituye una oferta pública basándose en su propio criterio, sino que debe especificar qué ofertas públicas están incluidas y sujetas al conjunto de requisitos, así como las divergencias respecto de la supervisión de las colocaciones privadas u ofertas no abiertas a los inversores minoristas. También debe explicar las diferencias en cuanto a tratamiento y evaluar sus consecuencias desde el punto de vista de la protección del inversor, que constituye el principal objetivo de los Principios relativos a las instituciones de inversión colectiva.

Un número creciente de instituciones se están comercializando de forma transfronteriza. También es habitual que los promotores, gestores y depositarios de estas instituciones estén situados en varias jurisdicciones diferentes, e incluso en jurisdicciones distintas de donde se encuentran los inversores a quienes se dirigen las instituciones<sup>164</sup>. Por ello, debe prestarse especial atención a la posible necesidad de cooperación internacional y a la interrelación con los Principios 11, 12 y 13 relativos a la cooperación.

El evaluador debe determinar el tipo y complejidad de las IIC existentes en la jurisdicción, el número de fondos existentes y los tipos de inversiones permitidos, así como los niveles

---

<sup>161</sup> Principios 14 al 16.

<sup>162</sup> Principios, Sección 11.2 ¶ 1.

<sup>163</sup> Principios, Sección 11.2 nota 46

<sup>164</sup> Principios, Sección 11.10. Ver también las cuestiones relativas a difusión en el Preámbulo de la Sección E, Principios relativos a los emisores.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

de apalancamiento. Puede ocurrir que una jurisdicción determinada no tenga un marco regulatorio propio para el establecimiento de instituciones de inversión colectiva. En este caso, quizás no desee admitir ofertas que no se ajusten a los requisitos básicos de estructura formal establecidos en estos Principios<sup>165</sup>. En cambio, si se permite la comercialización de IIC constituidas con arreglo a la legislación de otras jurisdicciones, el evaluador debe determinar lo siguiente:

- La entidad que se ocupa de la comercialización debe estar autorizada o reconocida, o contar con otra forma de legitimación (Principio 17);
- Debe haber requisitos relativos a la oferta pública de productos de la IIC (Principios 17, 19 y 20);
- La jurisdicción donde está constituida la IIC y la jurisdicción sujeta a evaluación deben compartir información de manera adecuada.

Cuanto mayor sea el nivel de actividad de IIC en una jurisdicción determinada, mayor es la probabilidad de que los Principios 17 al 20 deban calificarse como *No implementados* y no como *No aplicables* si no se aplican requisitos a las actividades transfronterizas.

La legislación y la regulación de valores no pueden existir aisladamente de otras leyes dentro de una jurisdicción. En el Libro II, Anexo 1 del Anexo 3 de los Principios se tratan cuestiones de particular importancia para el marco jurídico en general. Para determinar si los Principios 17, 18, 19 y 20 están implantados de forma que se logren sus objetivos, es preciso considerar el marco jurídico de la jurisdicción en ese sentido y, concretamente, la legislación y las normas sobre insolvencia (que afectan al tratamiento que se aplica a las IIC que incumplen sus obligaciones), así como las normas y mecanismos para resolver conflictos u otras medidas de resarcimiento (que afectan a la posibilidad de los inversores de exigir compensación o reparación).

---

<sup>165</sup> Principio 17.

3. *Principios 17 al 20*

**Principio 17 El marco regulador fijará normas para establecer la idoneidad y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.**

Los criterios de idoneidad para los gestores de instituciones de inversión colectiva aseguran que quienes gestionan o comercializan una IIC estén cualificados para hacerlo. Para ello es preciso que tengan la experiencia y competencia para gestionar o asesorar sobre la adecuación de una IIC, y que dispongan de recursos y procesos adecuados para asegurar un cumplimiento continuo

**Asuntos clave**

*Criterios de acceso*

1. Debe haber criterios claros que determinen la idoneidad<sup>166</sup> para gestionar o comercializar una institución de inversión colectiva.
2. La aprobación de las IIC debe tener en cuenta la posible necesidad de cooperación internacional.

*Supervisión y seguimiento continuo*

3. Deben mantenerse registros de la actividad de las IIC.
4. El marco regulador debe exigir que haya un sistema adecuado de supervisión durante toda la vida de una IIC.
5. Deben existir competencias claras que permitan adoptar medidas en relación con todas las entidades supervisadas con responsabilidades en la IIC.
6. La supervisión debe promover niveles elevados de competencia, integridad y gestión leal.

*Conflictos de intereses*

7. Los gestores no deben beneficiarse en perjuicio de los inversores de una IIC.
8. La regulación debe minimizar la posibilidad de que surjan conflictos de intereses y asegurar que se haga público cualquier posible conflicto que surja.

---

<sup>166</sup> Debe entenderse que la palabra “idoneidad” incluye la obtención de las autorizaciones necesarias, la inscripción de la institución u otros requisitos para operar o comercializar una IIC.

*Delegación*

9. La eficacia de la regulación básica de una IIC no deberá verse perjudicada en caso de delegación.
10. Los delegados deberán responder, ya sea directamente o a través de quien haya delegado en ellos, del cumplimiento de todos los requisitos aplicables al ejercicio de las actividades y negocios de su mandante<sup>167</sup>.

**Preguntas clave**

*Criterios de acceso*

1. ¿El marco regulador establece requisitos para determinar la idoneidad y regular a quienes desean
  - a) Comercializar una IIC<sup>168</sup>?
  - b) Gestionar una IIC<sup>169</sup>?
2. ¿Los criterios de idoneidad para las IIC<sup>170</sup> contemplan
  - a) La honradez y la integridad del gestor?
  - b) Su competencia (recursos humanos y técnicos) para desempeñar las funciones y deberes propias de un gestor?
  - c) Su capacidad financiera?
  - d) Los poderes y deberes específicos del gestor?
  - e) La adecuación de los procedimientos internos de gestión<sup>171</sup>?
3. ¿La aprobación de las IIC toma en consideración la posible necesidad de cooperación internacional si se trata de IIC comercializadas en distintas jurisdicciones o si los promotores, gestores o depositarios se encuentran en varias jurisdicciones distintas<sup>172</sup>?
4. Indicar si:

---

<sup>167</sup> Informe de la OICV N.º 113, *Delegation of Functions*, Comité Técnico de la OICV (diciembre 2000).

<sup>168</sup> Con respecto a los intermediarios del mercado que puedan participar en la comercialización o gestión de una IIC, como los corredores, agentes y asesores de inversiones, ver también los Principios 21 al 24 sobre intermediarios del mercado, donde se abordan las formas de regular a estos intermediarios.

<sup>169</sup> Principio 17, Principios, Secciones 11.1, 11.2, 11.3, 11.4 y 11.5.

<sup>170</sup> Incluye el gestor y/o el conjunto de los fondos.

<sup>171</sup> Principios, Secciones 11.3, 11.4, y 11.5.

<sup>172</sup> Principios, Sección 11.10.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

- a) ¿Existen sanciones eficaces, proporcionadas y con fuerza disuasoria para quien gestione una IIC sin autorización o incumpla las obligaciones del gestor de una IIC?
- b) ¿Estas sanciones se aplican de manera uniforme?<sup>173</sup>

### *Supervisión y seguimiento continuo*

5. ¿El regulador es responsable de asegurar el cumplimiento de los requisitos de idoneidad? En concreto, ¿el marco regulador prevé otorgar al regulador responsabilidades y competencias claras en relación con:
  - a) La inscripción o autorización de una IIC?
  - b) Inspecciones para asegurar el cumplimiento por parte de los gestores de las IIC?
  - c) Investigación de posibles infracciones?
  - d) Actuaciones de subsanación en el supuesto de infracción o incumplimiento?<sup>174</sup>
6. ¿Se realiza un seguimiento continuo de la conducta de los gestores de IIC a lo largo de toda la vida de cada institución, incluido el cumplimiento continuo de los requisitos de idoneidad, autorizaciones, inscripción o autorización?<sup>175</sup>
7. ¿El seguimiento continuo comporta la revisión de los informes presentados al regulador por las IIC (sus gestores, depositarios, etcétera) de forma continua?<sup>176</sup>
8. ¿El seguimiento continuo normalmente comporta la realización de inspecciones in situ de las entidades que participen en la gestión de una IIC (sus gestores, depositarios, etcétera)?<sup>177</sup>
9. ¿Las autoridades reguladoras realizan actividades de investigación por iniciativa propia<sup>178</sup> para identificar posibles infracciones por parte de las entidades que participan en la gestión de las IIC?<sup>179</sup>
10. ¿El gestor de una IIC está sujeto a una obligación general y continua de informar al regulador, ya sea a priori o a posteriori, de los cambios importantes que tengan lugar en su gestión, en su organización o en sus estatutos?<sup>180</sup>

---

<sup>173</sup> Principios, Sección 11.4.

<sup>174</sup> Principios, Secciones 11.4, 8.2 y 8.3.

<sup>175</sup> Principios, Sección 11.4.

<sup>176</sup> Principios, Secciones 11.4, 8.2 y 8.3. Por ejemplo, resultados financieros.

<sup>177</sup> Id.

<sup>178</sup> Es decir, actividades que no se emprendan en respuesta a una queja, como inspecciones periódicas o basadas en riesgos, auditorías o medidas de supervisión.

<sup>179</sup> Id.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

11. ¿El marco regulador establece responsabilidades claras en relación con el mantenimiento de registros de las actividades de las instituciones?<sup>181</sup>

### *Conflictos de intereses*

12. ¿Se han arbitrado medidas para prohibir, restringir o difundir determinadas conductas que pudieran ocasionar conflictos de intereses entre una IIC y sus gestores, los colaboradores de éstos u otras personas relacionadas?<sup>182</sup>
13. ¿Existen estipulaciones para minimizar las situaciones de conflicto de intereses y asegurar que los conflictos que surjan no perjudiquen los intereses de los inversores?<sup>183</sup>
14. ¿Las IIC están sujetas a normas relativas
- Prioridad de los intereses del cliente?
  - Negociación apropiada y asignación puntual de las operaciones?
  - Exceso de transacciones (“churning”\*)?
  - Transacciones con entidades vinculadas?
  - Acuerdos de aseguramiento<sup>184</sup>?

### *Delegación*

15. ¿El marco regulador establece una indicación clara de las circunstancias en que está permitida la delegación, y está prohibida la delegación sistemática y completa de funciones esenciales del gestor de la IIC hasta el punto de llegar a una situación de vacío de responsabilidad?<sup>185</sup>
16. Si está permitida la delegación, ¿se realiza de tal forma que el inversor no se vea privado de los medios para identificar a la sociedad legalmente responsable de las funciones delegadas? En concreto:
- ¿El gestor de la IIC es responsable de las acciones y omisiones del tercero en quien haya delegado una función, como si las hubiera cometido él mismo?
  - ¿El marco regulador exige al gestor de una IIC que conserve la capacidad y los recursos adecuados para realizar el seguimiento de la actividad de su

---

<sup>180</sup> Principios, Secciones 11.3 y 11.4.

<sup>181</sup> Id.

<sup>182</sup> Principios, Secciones 11.3 y 11.4 nota 47. Ver también el Informe de la OICV N.º 108, *Conflicts of Interests of CIS Operators*, Comité Técnico de la OICV (Mayo 2000).

<sup>183</sup> Principios, Secciones 11.3 y 11.4 nota 47. Ver también *Conflicts of Interests of CIS Operators*, supra.

\*Churning: Rotación innecesaria de la cartera con el fin de multiplicar las comisiones al cliente.

<sup>184</sup> Principios, Secciones 11.3 y 11.4.

<sup>185</sup> Principios, Secciones 11.3 y 11.4 nota 48. Ver también *Delegation of Functions*, supra.

delegado y evaluar su el rendimiento, y que establezca los procedimientos oportunos al efecto?<sup>186</sup>

- c) ¿El gestor de la IIC puede rescindir la delegación y arbitrar medidas alternativas para el desempeño de las funciones delegadas, cuando corresponda?<sup>187</sup>
- d) ¿Existen requisitos de difusión a los inversores de los acuerdos de delegación y de la identidad de los delegados?<sup>188</sup>
- e) ¿El marco regulador se ocupa de las delegaciones que puedan dar lugar a conflictos de intereses entre el delegado y los inversores?<sup>189</sup>

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2(c), 9, 16(d) y 16(e).

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2(c), 3, 7, 8, 9, 10, 14(a), 14(b), 14(c), 14(d), 14(e), 15, 16(d), 16(e) y a la Pregunta 12 o 13.

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 2(a), 2(b), 2(d), 2(e), 4(a), 4(b), 5(a), 5(b), 5(c), 5(d), 6, 11, 16(a), 16(b) o 16(c) y a las Preguntas 12 y 13.

### **Notas explicativas**

Debe tomarse en consideración la capacidad del regulador de realizar tareas continuas de supervisión y de adoptar medidas en relación con todas las entidades supervisadas con responsabilidades relacionadas con la institución con fines de aplicación de la normativa y, en sentido más amplio, para asegurar el cumplimiento de los objetivos de regulación. Para

---

<sup>186</sup> La profundidad del seguimiento dependerá del grado de delegación, del tercero en quien se deleguen las funciones (por ejemplo, intermediarios autorizados u otros) y del tipo de jurisdicción en que se encuentre el delegado.

<sup>187</sup> Principios, Secciones 11.3 y 11.4 nota 48; *Delegation of Functions*, supra.

<sup>188</sup> Id.

<sup>189</sup> Id.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

ello, cuando resulte apropiado, el evaluador deberá hacer referencia a la evaluación de los Principios 8, 9 y 10.

También debe prestarse atención a los aspectos internacionales de la actividad de la IIC en la jurisdicción objeto de evaluación. De acuerdo con los Principios, estos elementos no deben obstaculizar la adecuada supervisión, y los evaluadores deben tener en cuenta la necesidad de posible cooperación internacional; cuando corresponda, debe realizarse una referencia cruzada a la evaluación de los Principios sobre cooperación internacional (Principios 11, 12 y 13<sup>190</sup>).

---

<sup>190</sup> En particular, tal y como se indica en los Principios, Sección 9.3, ver también el Preámbulo de la Sección sobre IIC.

**Principio 18** El marco regulador estipulará normas que rijan la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva y la segregación y la protección de los activos de los clientes.

La naturaleza jurídica y la estructura de las instituciones de inversión colectiva varía de una jurisdicción a otra, pero es importante para la protección de los inversores, ya que la estructura afecta a los intereses y derechos de los participantes en la institución y permite que el conjunto de los fondos de los inversores se diferencie y esté segregado de los activos de otras entidades y de los del gestor.

### **Asuntos clave**

#### *Naturaleza jurídica / derechos de los inversores*

1. El marco regulador debe ocuparse de la naturaleza jurídica de las IIC y de los derechos e intereses de los inversores. Los inversores deben estar debidamente informados al respecto. Este extremo no debe dejarse a criterio del gestor de la IIC.

#### *Separación de los activos / custodia<sup>191</sup>*

2. El conjunto de los fondos de los inversores debe estar diferenciado y segregado de los activos de otras entidades.
3. Deben arbitrarse mecanismos eficaces para proteger los activos de los clientes del riesgo de pérdidas e insolvencia del gestor.
4. Debe informarse a los inversores del riesgo de incumplimiento o infracción relacionados con la naturaleza jurídica y estructura elegidas por una IIC determinada.
5. El marco regulador debe garantizar que los riesgos para los inversores que se mencionan más arriba estén debidamente especificados en los estatutos, normas o mediante acuerdos de obligado cumplimiento.

### **Preguntas clave**

#### *Naturaleza jurídica / derechos de los inversores*

1. ¿El marco regulador establece requisitos sobre la naturaleza jurídica y la estructura de las IIC a favor de los intereses de los participantes y de sus derechos relacionados?<sup>192</sup>

<sup>191</sup> *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, supra.

<sup>192</sup> Principio 18, Principios, Sección 11.1 y 11.5.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

2. ¿El marco regulador establece que la naturaleza jurídica y la estructura de una IIC, así como sus implicaciones en relación con el riesgo asociado a la institución, deban comunicarse a los inversores de tal forma que no dependan del arbitrio del gestor de la IIC?<sup>193</sup>
3. ¿Existe un regulador que sea responsable de asegurar el cumplimiento de los requisitos sobre naturaleza jurídica y estructura, y que ponga en evidencia que tales requisitos se hacen cumplir en la jurisdicción objeto de evaluación?<sup>194</sup>
4. ¿El marco regulador exige que, cuando se produzcan modificaciones en los derechos de los inversores que no requieran la previa aprobación de los inversores, se notifique esta circunstancia a los inversores antes de que los cambios surtan efecto?<sup>195</sup>
5. ¿El marco regulador exige que, cuando se produzcan cambios en los derechos de los inversores, se notifique esta circunstancia al regulador?<sup>196</sup>

### *Separación de los activos / custodia*

6. ¿El marco regulador requiere que los activos de la IIC estén separados y segregados de los activos del gestor de la IIC y de sus administradores?<sup>197</sup>
7. ¿El marco regulador establece requisitos para la custodia de los activos de las IIC, como los siguientes
  - a) La obligación de confiar los activos a un tercero independiente? o
  - b) La existencia de salvaguardas jurídicas o normativas en los casos en que las funciones de custodia estén a cargo de la misma entidad legal responsable de las funciones de inversión (o entidades relacionadas)?<sup>198</sup>
8. ¿El marco regulador tiene establecido algún requisito sobre la teneduría de libros y documentación en relación con las transacciones con activos de IIC y con todas las transacciones en acciones de IIC u otras participaciones o intereses?<sup>199</sup>
9. ¿El marco regulador establece requisitos adecuados de auditoría (interna o externa) en relación con los activos de una IIC?<sup>200</sup>

---

<sup>193</sup> Principios, Sección 11.5.

<sup>194</sup> Id.

<sup>195</sup> Id.

<sup>196</sup> Id.

<sup>197</sup> Principio 18, Principios, Secciones 11.1 y 11.5, nota 49, y 11.7, nota 52, Informe de la OICV N.º 60, *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes*, Comité Técnico de la OICV (septiembre 1996); Informe de la OICV N.º 57, *Client Asset Protection*, Comité Técnico de la OICV (agosto 1996).

<sup>198</sup> Principio 18, Principios, Secciones 11.1, 11.5 nota 49 y 11.7 nota 52; *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes*, supra; *Client Asset Protection*, supra.

<sup>199</sup> Principios, Secciones 11.3 y 11.5.

10. ¿El marco regulador prevé una forma adecuada de ayudar a la liquidación ordenada de una IIC, en caso necesario?

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 4.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 4, 5 y 10.

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2, 3, 6, 7(a), 7(b), 8 o 9.

### **Notas explicativas**

Al evaluar los aspectos relacionados con la custodia, el evaluador debe considerar si el sistema de supervisión de la jurisdicción objeto de evaluación es capaz de garantizar la correcta custodia de todas las inversiones en IIC, incluidos los depósitos en efectivo.

También debe analizarse la capacidad del sistema de asegurar una correcta protección contra el riesgo de incumplimiento o infracción en relación con la institución. Es importante que los intereses de los inversores en IIC estén debidamente protegidos no sólo mientras la IIC permanezca activa, sino también cuando su continuidad se vea afectada por circunstancias que exijan su liquidación.

El evaluador debe comprobar si el marco regulador exige que se especifiquen claramente los derechos de los inversores en IIC, o los impedimentos para que los inversores ejerzan sus derechos. Los Principios no tratan de forma exhaustiva los sistemas de inversión colectiva con instrumentos derivados, muchos de los cuales se ofrecen de forma privada.

---

<sup>200</sup> Principios, Secciones 11.4 y 11.5 nota 49. Ver también *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes*, supra.

**Principio 19** La regulación exigirá la difusión, según se expone en los principios para los emisores, que sea necesaria para evaluar la idoneidad de una institución de inversión colectiva para un inversor concreto y el valor de la participación del inversor en la institución.

Este Principio tiene por objeto garantizar que se comuniquen a los inversores y posibles inversores las cuestiones que afecten de forma sustancial al valor de una institución de inversión colectiva para ayudarlos a entender la naturaleza del vehículo de inversión y la relación entre riesgo y rentabilidad.

#### **Asuntos clave**

1. La difusión de información debe ayudar a los inversores a comprender la naturaleza del vehículo de inversión y la relación entre riesgo y rentabilidad.
2. Todos los aspectos que afecten sustancialmente a la evaluación de la institución y al valor del interés de un inversor deben comunicarse a los inversores y posibles inversores.
3. La información deberá comunicarse puntualmente y de forma que resulte fácil de entender, teniendo en cuenta el tipo de inversor.
4. Las políticas de inversión deben comunicarse con claridad.
5. La supervisión debe asegurarse de que se siga la política de inversión o la estrategia de negociación declarada, o cualquier política exigida por la normativa, y de que se obedezca cualquier restricción sobre el tipo o el nivel de inversión.

#### **Preguntas clave**

1. ¿El marco regulador exige que se comuniquen a los inversores y posibles inversores todos los aspectos que afecten de manera significativa a la evaluación de una IIC y al valor del interés del inversor, y que la información se transmita de forma que resulte fácil de entender?<sup>201</sup>
2. ¿El marco regulador contempla alguna obligación general de difusión que permita a los inversores y posibles inversores evaluar hasta qué punto la IIC es idónea para ellos?<sup>202</sup>

---

<sup>201</sup> Principio 19; Principios, Secciones 11.1, 11.6 nota 51; Informe de la OICV N.º 59, *Disclosure of Risk*, Comité Técnico de la OICV (septiembre 1996); y el Informe de la OICV N.º 130, *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*, Comité Técnico de la OICV (Julio de 2002)

<sup>202</sup> Principio 19; Principios, Secciones 11.1, 11.6 y 10.4.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

3. ¿El marco regulador exige expresamente que la documentación de la oferta, u otra información públicamente disponible, incluya lo siguiente
  - a) La fecha de publicación del documento de oferta?
  - b) Información relativa a la constitución legal de la IIC?
  - c) Los derechos de los inversores de la IIC?
  - d) Información sobre el gestor y sus responsables?
  - e) Información sobre la metodología de valoración de los activos?
  - f) Procedimientos de compra, amortización y fijación del precio de las participaciones?
  - g) Información financiera relevante y auditada sobre la IIC?
  - h) Información sobre el depositario, en su caso?
  - i) La política o políticas de inversión de la IIC?
  - j) Información sobre los riesgos relacionados con la consecución de los objetivos de inversión?
  - k) El nombramiento de cualquier administrador, director de inversión o asesor externo que tenga un papel significativo e independiente en relación con la IIC (incluidos los delegados)?
  - l) Comisiones y gastos relacionados con la IIC<sup>203</sup>?
4. ¿El regulador tiene capacidad para impedir el lanzamiento de una oferta, o intervenir en ella? Por ejemplo, ¿existen medidas de regulación disponibles para el caso de que la información resulte inexacta, engañosa o falsa, o no satisfaga los requisitos para la tramitación / aprobación?<sup>204</sup>
5. ¿El marco regulador se ocupa de los materiales publicitarios distintos de la documentación de oferta y, en particular, si está prohibida la publicidad falsa o engañosa?<sup>205</sup>
6. ¿El marco regulador requiere que la documentación de oferta se mantenga actualizada para reflejar cualquier cambio sustancial que afecte a la IIC?<sup>206</sup>

---

<sup>203</sup> Principios 19 y 20. Ver también Principios, Secciones 11.1, 11.5, 11.6, 11.8, 11.9 y 10.4.

<sup>204</sup> Principios, Secciones 11.4 y 10.4.

<sup>205</sup> Principio 19, Principios, Secciones 11.1, 11.6, 10.2 y 10.4.

<sup>206</sup> Id.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

7. ¿El marco regulador exige que se presente un informe de las actividades de una IIC con carácter anual, semestral o con otra periodicidad?<sup>207</sup>
8. ¿El marco regulador exige la distribución puntual de informes periódicos?<sup>208</sup>
9. ¿El marco regulador exige que las cuentas de una IIC se preparen con arreglo a normas de contabilidad de calidad elevada y aceptable a escala internacional?<sup>209</sup>

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 5, y 8.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 3(b), 3(h), 5, 8 y 9.

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2, 3(a), 3(c), 3(d), 3(e), 3(f), 3(g), 3(i), 3(j), 3(k), 3(l), 4, 6 o 7.

### **Notas explicativas**

El evaluador debe realizar una referencia cruzada con la evaluación de los Principios 14 al 16, conforme proceda. Las IIC normalmente se orientan hacia los pequeños inversores; por ello, se debe considerar con especial atención si el marco regulador está estructurado de forma tal que los inversores no se vean inducidos a error por la presentación inadecuada de elementos tales como los riesgos asociados a las políticas de inversión y estrategias de negociación de la institución, referencias a rentabilidades pasadas y comisiones y otros gastos asociados a la institución. La información debe presentarse de forma que resulte fácil de entender. El evaluador debe tener presente el carácter minorista de la actividad de las IIC.

---

<sup>207</sup> Id.

<sup>208</sup> Principio 19, Principios, Secciones 11.1, 11.6, 10.2 y 10.4. Ver también la Nota explicativa.

<sup>209</sup> Principio 19, Principios, Secciones 11.1, 11.6, 11.8, 10.2 y 10.4.

**Principio 20** La regulación asegurará que existe una base conveniente y públicamente conocida para la valoración de los activos y la fijación de precio y el reembolso de participaciones en una institución de inversión colectiva.

La valoración adecuada de los activos de las instituciones de inversión colectiva es fundamental para asegurar la confianza del inversor en la IIC como vehículo de inversión fiable y sólido y para la correcta protección del inversor, especialmente cuando no haya un precio de mercado disponible. El marco regulador debe permitir que la autoridad responsable exija el cumplimiento de las normas aplicables.

### **Asuntos clave**

#### *Valoración de los activos*

1. La regulación debería tratar de asegurar que los activos totales de una institución de inversión colectiva están valorados adecuadamente, y que el valor liquidativo neto de la institución se calcula correctamente. Generalmente, los intereses del inversor están mejor protegidos si la información a la que éste tiene acceso está basada en una valoración a precios de mercado<sup>210</sup> siempre que se puedan determinar precios de mercado u otros precios justos fiables<sup>211</sup>.
2. Las IIC se deben valorar de forma regular, con intervalos definidos.
3. La información sobre el valor de los activos y la fijación de precios debería permitir al inversor evaluar la rentabilidad de sus participaciones a lo largo del tiempo.
4. Los métodos de valoración deberían aplicarse con uniformidad, a menos que se busque un cambio en interés de los inversores.

#### *Fijación de precios y cuestiones de reembolso*

5. La regulación debe permitir a los inversores rescatar sus participaciones en condiciones claramente especificadas en los documentos constitutivos.
6. Los inversores existentes, los nuevos inversores y los inversores que deseen salir de la institución deben recibir un trato justo, de tal manera que las adquisiciones y los reembolsos de intereses de las IIC se realicen sin discriminación.
7. La regulación debe garantizar que los derechos de suspensión protejan los intereses de los inversores frente a los del gestor.

<sup>210</sup> Es decir, valorando los activos financieros a precios de mercado siempre que estén disponibles y sean fiables.

<sup>211</sup> Principios, Sección 11.8 ¶ 1.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

8. Los reguladores deberían ser informados siempre de cualquier suspensión de los derechos de reembolso.

### Preguntas clave

#### *Valoración de los activos*

1. ¿Existen requisitos específicos en relación con la valoración de activos de una IIC?<sup>212</sup>
2. Existen requisitos regulatorios que exijan que el valor liquidativo neto de los activos se calcule:
  - a) Con regularidad?
  - b) Con arreglo a normas de contabilidad de calidad elevada y aceptadas, aplicadas de manera coherente<sup>213</sup>?
3. ¿Existen requisitos regulatorios específicos sobre la valoración justa de los activos cuando no se disponga de precios de mercado?<sup>214</sup>
4. ¿Los auditores independientes están obligados a verificar las valoraciones de los activos de las IIC?<sup>215</sup>

#### *Fijación de precios y reembolso de participaciones*

5. ¿Existen requisitos específicos sobre la fijación de precios en el reembolso o suscripción de participaciones en una IIC?<sup>216</sup>
6. ¿La regulación garantiza que las valoraciones realizadas sean justas y fiables?<sup>217</sup>
7. ¿La regulación exige que el precio de la IIC se publique o se comunique regularmente a los inversores o posibles inversores<sup>218</sup>?
8. ¿Existen requisitos de regulación, reglas o normas que traten de los errores en la fijación de precios. Los reguladores tienen la capacidad para hacer cumplir estas reglas?<sup>219</sup>

---

<sup>212</sup> Principios, Sección 11.8. Ver también *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, supra. Además, debe haber algún sistema de valoración de las participaciones ilíquidas. Ver también la cuestión clave 3.

<sup>213</sup> Id.

<sup>214</sup> Id.

<sup>215</sup> Principios, Sección 11.4.

<sup>216</sup> Principios, Sección 11.9.

<sup>217</sup> Principios, Sección 11.8.

<sup>218</sup> Id.

<sup>219</sup> Id.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

9. ¿El marco regulador se ocupa de las circunstancias generales o específicas en que puede darse una suspensión o un aplazamiento de la valoración y fijación de precio, o del reembolso normal?<sup>220</sup>
10. ¿El regulador tiene capacidad para asegurar el cumplimiento de las reglas aplicables a la valoración de activos y fijación de precios. Está documentado que el regulador haya tomado medidas en este sentido?<sup>221</sup>
11. ¿El marco regulador dispone que el regulador:
  - c) reciba puntual información sobre cualquier suspensión o aplazamiento de los derechos de rescate?
  - d) tenga capacidad para tomar medidas, exigir, retrasar o detener la suspensión o el aplazamiento de los derechos de rescate?<sup>222</sup>

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 3, 8 y 11(b).

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 3, 4, 8, 10 y 11(b).

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2(a), 2(b), 5, 6, 7, 9 o 11(a).

### **Notas explicativas**

El cálculo del valor liquidativo neto de una IIC es sumamente importante, ya que este valor<sup>223</sup> refleja el precio que un inversor paga al invertir en una IIC (más los cargos iniciales adicionales, si los hay) y el precio que recibirá (más los cargos finales adicionales, si los

---

<sup>220</sup> Principios, Sección 11.9.

<sup>221</sup> Principios, Sección 11.4.

<sup>222</sup> Principios, Sección 11.4 y nota 11.9.

<sup>223</sup> El valor liquidativo neto se calcula dividiendo el valor total de las inversiones de una IIC por el número de participaciones emitidas, más o menos los ajustes correspondientes por comisiones, gastos y otras obligaciones devengadas.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

hay) en caso de liquidación. Los evaluadores deben prestar atención a las formas de cálculo y al momento y frecuencia de publicación del valor liquidativo neto. También deben examinar si la supervisión de la IIC confirma que el gestor tiene establecidos sistemas para garantizar que los cálculos del valor liquidativo neto son correctos en cada momento.

El tipo y frecuencia de la valoración puede depender de la disponibilidad y periodicidad de los derechos de rescate, los tipos de intereses que pueden aplicarse en una IIC y su estructura legal.

El derecho de rescatar participaciones es una característica fundamental de los fondos de inversión con capital variable. El evaluador debe determinar si las reglas existentes son suficientes para evitar que las comisiones y gastos que se tienen que pagar al rescatar una participación tengan por objeto disuadir a los inversores de ejercer sus derechos. Asimismo, tiene que asegurarse de que los derechos de suspensión no se ejerzan de forma que los intereses de los inversores se vean perjudicados, y de que los reguladores puedan imponer sus decisiones para proteger los intereses de los inversores. En el caso de las instituciones de capital fijo, los evaluadores pueden examinar la frecuencia con que se fijan los precios de los activos.

## **G. Principios relativos a los intermediarios del mercado**

### **1. *Preámbulo***

La regulación de los diversos tipos de intermediarios deberá atender a los criterios de acceso a la actividad, los requisitos prudenciales y de capital, las normas de conducta, la supervisión continua y las normas de disciplina de los intermediarios autorizados, y las consecuencias del incumplimiento y de quiebra financiera<sup>224</sup>. En concreto, la regulación debe tratar de conseguir:

- Adecuada supervisión continua de los intermediarios del mercado
- Derecho a inspeccionar los libros, registros y operaciones de los intermediarios del mercado<sup>225</sup>
- El regulador u otra autoridad competente debe disponer de una amplia gama de competencias de investigación y medidas correctoras para los casos de incumplimiento sospechado o efectivo de los requisitos de regulación
- Un procedimiento justo y rápido conducente a la aplicación de medidas disciplinarias y, si es necesario, a la suspensión o retirada<sup>226</sup> de la licencia
- La existencia de un mecanismo eficaz y efectivo para responder a las reclamaciones de los inversores<sup>227</sup>

Los Principios 21 al 24 tratan de los intermediarios del mercado. El Principio 21 se refiere a la autorización y a los requisitos para concederla; el Principio 22 aborda el seguimiento continuo y los requisitos de capital, tanto para iniciar la actividad como durante su ejercicio, así como las normas prudenciales para los intermediarios; el Principio 23 se ocupa de otras normas de funcionamiento para intermediarios del mercado y normas de conducta para proteger los intereses de los clientes y una gestión adecuada del riesgo; y el Principio 24 cubre los procedimientos para minimizar las consecuencias para los clientes y los mercados en caso de quiebra de un intermediario del mercado. Estos Principios deben evaluarse de forma conjunta. Al evaluar la implantación de los Principios, en general debe tenerse en cuenta que hay dos formas principales de abordar el establecimiento de normas de solvencia para los intermediarios bursátiles. En los Estados Unidos, Canadá, Japón y algunas jurisdicciones ajenas a la Unión Europea se emplea un enfoque de “capital neto”. Este sistema tiene por objeto, entre otras cosas, proteger a los clientes y acreedores al exigir a los intermediarios que mantengan suficientes activos líquidos como para permitir una

---

<sup>224</sup> Principios, Sección 12.2 ¶ 2.

<sup>225</sup> El regulador debe tener competencias de investigación para asegurar el cumplimiento de todos los requisitos pertinentes, incluso en ausencia de sospecha de conducta indebida. Deben existir requisitos complementarios para el mantenimiento de registros completos sobre las operaciones realizadas por el intermediario. Ver también el Principio 8.

<sup>226</sup> El término “retirada” debe incluir la revocación.

<sup>227</sup> Principios, Sección 12.7.

autoliquidación ordenada en caso de dificultades financieras. El otro enfoque principal es el que se recoge en la Directiva de la UE sobre la adecuación del capital, que está basada en la modificación introducida en el Acuerdo de Capital del Comité de Basilea para incluir los riesgos de mercado<sup>228</sup>. Este enfoque enfatiza la necesidad de garantizar la solvencia de las entidades. Estos dos enfoques difieren en cierta medida en cuanto a sus objetivos, pero sus efectos prácticos se solapan considerablemente. Puede que existan otros enfoques equivalentes sobre el cumplimiento de los estándares de los Principios<sup>229</sup>.

También hay diferentes maneras de evaluar los riesgos que las filiales plantean a los intermediarios. Una de ellas, la que se emplea en los Estados Unidos, consiste en exigir a la entidad regulada, el intermediario, que facilite al regulador amplia información sobre “valoración del riesgo” en relación con sus filiales más importantes. Algunas otras jurisdicciones tienen competencias de regulación sobre esas filiales y pueden exigirles que les faciliten la información directamente. Normalmente la UE exige a los intermediarios bursátiles que faciliten información sobre adecuación del capital de forma unificada, y que cumplan los requisitos de capital también de forma unificada, como grupo, además de hacerlo como entidades reguladas individuales. Los criterios de evaluación reconocen la posibilidad de emplear otros enfoques.

Los evaluadores deben examinar los estándares de adecuación del capital de cada país en relación con el enfoque empleado en ese país, con inclusión del sistema de cálculo y el concepto de adecuación del capital.

La supervisión de los intermediarios del mercado deberá estar dirigida a las áreas en las que pueden correr riesgo el capital, los fondos de los clientes y la confianza del público, incluidos los aspectos siguientes: actitud ética; incompetencia o mala gestión de los riesgos, que puede llevar a errores en la correcta ejecución de las operaciones y su liquidación, o errores a la hora de prestar el asesoramiento adecuado; incumplimiento del deber, que puede llevar a apropiación indebida de los fondos de los clientes, mal uso de las instrucciones del cliente a efectos de las operaciones del intermediario (“front running”), manipulación y otras irregularidades en la negociación, o fraude por parte del intermediario o sus empleados; conflictos de intereses e insolvencia de un intermediario, que pueden dar lugar a pérdida del dinero del cliente, de valores o de oportunidades de negociación, y pueden reducir la confianza en el mercado en el que participa el intermediario<sup>230</sup>.

---

<sup>228</sup> *Amendment to the capital accord to incorporate market risks*, Basel Committee on Banking Supervision (enero de 1996). Ver también la Directiva 93/6/CEE del 15 de marzo de 1993 sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, *OJ L 141 11.06.1993 p.1*. Ver también la Directiva 98/31/CE del Parlamento europeo y del Consejo de 22 de junio de 1998 por la que se modifica la Directiva 93/6/CEE del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, *OJ L 204 21.07.1998 p.13*. Ver también la Directiva 98/33/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 22 de junio de 1998 por la que se modifican el artículo 12 de la Directiva 77/780/CEE del Consejo referente al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio, los artículos 2, 5, 6, 7 y 8 y los anexos II y III de la Directiva 89/647/CEE del Consejo sobre el coeficiente de solvencia de las entidades de crédito y el artículo 2 y el anexo II de la Directiva 93/6/CEE del Consejo sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades de crédito, *OJ L 204 21.07.1998 p.29*.

<sup>229</sup> Principio 21, Asuntos clave 6 y 7, *infra*, en relación con los asesores de inversiones.

<sup>230</sup> Principios, Sección 12.2 ¶ 3.

## 2. *Alcance de la evaluación*

La expresión “intermediarios del mercado” incluye en general a aquellos que realizan las actividades de gestionar carteras individuales, ejecutar órdenes y operar con valores o distribuirlos<sup>231</sup>.

Los “asesores de inversiones” son aquellos que se dedican principalmente a la actividad de asesorar a otros respecto al valor de los títulos o la conveniencia de invertir en valores, comprarlos o venderlos<sup>232</sup>.

Se identifican tres tipos de asesores de inversiones:

1. Asesores de inversiones que operan por cuenta de clientes.
2. Asesores de inversiones que no operan por cuenta de clientes, pero están autorizados a custodiar los activos de los clientes.
3. Asesores de inversiones que no operan por cuenta de clientes y tampoco custodian sus activos ni gestionan su cartera, sino que se limitan a prestar servicios de asesoría sin ofrecer otros servicios de inversión<sup>233</sup>.

Estos Principios se aplican de forma distinta a cada tipo de asesor. Los asesores que operan por cuenta de clientes deben satisfacer los controles sobre el capital y otros aspectos operativos que son aplicables a otros intermediarios del mercado<sup>234</sup>. Si los asesores custodian activos de sus clientes, deberán cumplir los requisitos de protección de los activos de clientes. Puede ocurrir que los asesores incluidos en la tercera categoría no necesiten licencia<sup>235</sup>. Al regular las actividades de los asesores de inversiones, el regulador puede decidir hacer hincapié en los criterios sustantivos de la autorización y en los requisitos sobre capital y otros recomendados para la regulación de los intermediarios del mercado. Por otra parte, el regulador puede optar por un régimen basado en la difusión de información, diseñado para permitir que los potenciales clientes asesorados seleccionen a sus asesores sobre una base informada<sup>236</sup>. El evaluador debe tener en cuenta estas instrucciones al aplicar los Principios de esta sección.

Dado que esta sección se refiere a la evaluación de la actividad continua de los intermediarios con arreglo a los Principios, el evaluador debe asegurarse de que las conclusiones a las que llegue sean coherentes con las de los Principios 8, 9 y 10, que se refieren a las competencias de supervisión e inspección y al ejercicio de esas competencias.

---

<sup>231</sup> Principios, Sección 12.2 ¶ 1. La distribución de valores normalmente incluye una solicitud de oferta.

<sup>232</sup> Principios, Sección 12.8 ¶ 1.

<sup>233</sup> Principios, Sección 12.8 ¶ 2.

<sup>234</sup> Id.

<sup>235</sup> Si un asesor de inversiones ofrece sus servicios a través de intermediarios del mercado que cuenten con las debidas autorizaciones con arreglo a los Principios, puede que no se exija que el asesor cuente con su propia licencia. Principios, Sección 12.8 ¶5. Ver también las notas del Principio 21.

<sup>236</sup> Principios, Sección 12.8 ¶ 3.

3. *Principios 21 al 24*

**Principio 21 La regulación estipulará normas mínimas de entrada para los intermediarios del mercado.**

La supervisión de los intermediarios del mercado debe reducir el riesgo de pérdida para los inversores, derivada de conducta incompetente, negligente o ilegal o de un capital insuficiente. Un medio importante de regular a los intermediarios del mercado es el establecimiento de normas mínimas de entrada<sup>237</sup>.

**Asuntos clave**

*Autorización*<sup>238</sup>

1. La autorización, concesión de licencia<sup>239</sup> o inscripción de los intermediarios del mercado debe establecer normas mínimas de entrada que estipulen claramente en qué se basa la autorización y qué estándares deben cumplirse en todo momento. Estos estándares deben incluir:
  - a) Un requisito de capital mínimo inicial, tal y como se indica en el Principio 22.
  - b) Una evaluación integral del candidato y de todos aquellos que puedan controlar directa o indirectamente al candidato, o que puedan influir en él de forma sustancial. En este sentido, la regulación deberá determinar si la participación de un intermediario en el mercado debe basarse en la demostración de los conocimientos, los recursos y las habilidades apropiadas, así como de su ética profesional (incluido el estudio de su conducta en el pasado)<sup>240</sup>.
  - c) El requisito de que las normas de entrada se apliquen de manera uniforme<sup>241</sup>.

*Autoridad encargada de autorizar*

2. La autoridad que autorice debe tener competencias para:<sup>242</sup>

<sup>237</sup> Principios, Sección 12.3 ¶ 1.

<sup>238</sup> Principios, Sección 12.3.

<sup>239</sup> En algunas jurisdicciones existen requisitos de autorización o registro en lugar de la concesión de autorizaciones. Debe entenderse que el término “autorización” también se refiere a las medidas de autorización e registro. Ver la nota 58 de los Principios.

<sup>240</sup> Muchas jurisdicciones establecen criterios detallados relativos a la educación, formación, experiencia, idoneidad y propiedad del solicitante. El objetivo de estos criterios es proteger al inversor. Principios, Sección 12.3 nota 59.

<sup>241</sup> Principios, Sección 12.3 ¶ 6. Ver también el Principio 4.

<sup>242</sup> Principios, Sección 12.3 ¶ 3 y 4.

- a) Denegar la licencia a un intermediario, con posibilidad de revisión administrativa o judicial únicamente, si no se cumplen los requisitos para la autorización.
  - b) Retirar, suspender o condicionar una licencia o una autorización si un cambio de control o de otro tipo da lugar al incumplimiento de los requisitos pertinentes.
3. En los casos en que la concesión de autorizaciones corresponda a una organización autorregulada, el proceso debe someterse a la debida supervisión del regulador<sup>243</sup>.

*Requisitos que deben cumplirse en todo momento*

4. Debe exigirse la actualización periódica de la información relevante y la notificación de los cambios importantes en las circunstancias que afecten a las condiciones sobre las que se concedió la licencia. Por ejemplo, debe exigirse que se notifiquen al regulador los cambios en el control u otros hechos que puedan influir de forma significativa, con el fin de asegurar que la evaluación del intermediario sigue siendo válida<sup>244</sup>.
5. El regulador debe asegurar que el público tiene acceso a la información pertinente relativa al intermediario autorizado o titular de la licencia, así como la identidad de la alta dirección y de aquellos autorizados para actuar en nombre del intermediario, la categoría de la licencia mantenida, su situación en cada momento y el ámbito de las actividades autorizadas<sup>245</sup>.

*Asesores de inversiones*

6. Los asesores de inversiones que operan por cuenta de terceros o que están autorizados para custodiar los activos de sus clientes deben contar con la correspondiente licencia<sup>246</sup>.
7. Al regular las actividades de los asesores de inversiones, el regulador puede decidir hacer hincapié en los criterios sustantivos de la autorización, y los requisitos sobre capital y otros recomendados para la regulación de los intermediarios del mercado. El regulador puede optar por un régimen basado en la difusión de información, diseñado para permitir que los potenciales clientes asesorados seleccionen a sus asesores sobre una base informada, en función de las actividades realizadas por el asesor de inversiones. El sistema de regulación debe incluir los siguientes requisitos en función del tipo de asesor<sup>247</sup>.

---

<sup>243</sup> Principios, Sección 12.3 ¶ 6. Ver también el Principio 7.

<sup>244</sup> Principios, Sección 12.3 ¶ 6 y 7.

<sup>245</sup> Principios, Sección 12.3 ¶ 8.

<sup>246</sup> Principios, Sección 12.3 ¶ 1.

<sup>247</sup> Principios, Sección 12.8 ¶ 2 y 3.

- a) Si un asesor de inversiones opera por cuenta de clientes, los controles sobre el capital y otros aspectos operativos aplicables a otros intermediarios del mercado, también serán aplicables al asesor.
  - b) Si el asesor no opera, pero le está permitido tener el depósito de activos de clientes, la normativa deberá estipular la protección de dichos activos, incluyendo su segregación e inspecciones periódicas basadas en el riesgo (ya sea por el regulador o por un tercero independiente).
8. Como mínimo, el sistema regulatorio elegido para los asesores de inversiones debe incluir los siguientes elementos, según corresponda:<sup>248</sup>
- a) Un régimen adecuado de concesión de autorizaciones para actuar como un asesor de inversiones y garantizar el acceso del público a una lista actualizada de asesores de inversiones.
  - b) La prohibición a la concesión de autorizaciones a personas que hayan infringido leyes sobre valores u otras leyes financieras, o leyes penales durante un período de tiempo determinado previo a su solicitud.
  - c) Requisitos de llevanza de registros.
  - d) Requisitos claros y detallados que expongan la información que el asesor deberá dar a sus clientes potenciales, que debe incluir: descripciones de la preparación académica del asesor, experiencia pertinente en el sector, historial disciplinario (en su caso), estrategias de inversión, estructura de comisiones y otros cargos a clientes, conflictos potenciales de intereses, y comportamiento histórico de las inversiones (en su caso), actualizada periódicamente y cuando se produzcan cambios importantes.
  - e) Normas y procedimientos diseñados para prevenir garantías<sup>249</sup> sobre el rendimiento futuro de las inversiones y el mal uso de los activos de clientes, y los potenciales conflictos de intereses<sup>250</sup>.
  - f) Poderes de inspección y aplicación de la normativa<sup>251</sup>.
9. Existen asesores que sólo ofrecen servicios de asesoramiento y no operan por cuenta de terceros ni poseen o custodian los activos de sus clientes, ni gestionan carteras. En este caso, puede que no se exija que el asesor cuente con su propia licencia.

---

<sup>248</sup> Principios, Sección 12.8 ¶ 4.

<sup>249</sup> Este extremo no se refiere a planes con protección del principal o con tasas de retorno mínimas garantizadas para los que se realiza una adecuada difusión de información.

<sup>250</sup> Principio 21, Pregunta clave 8. Quizás no se puedan evitar o resolver todos los posibles conflictos, pero deben tratar de evitarse y, si no se pueden resolver, al menos se deben revelar.

<sup>251</sup> Principios, Sección 12.8 ¶ 4.

Puede que sea suficiente que los intermediarios del mercado sobre cuyos servicios se asesora cuenten con las debidas autorizaciones con arreglo a los Principios<sup>252</sup>.

### **Preguntas clave**

#### *Autorización*

1. ¿La jurisdicción exige que, como condición para operar un negocio relacionado con valores, los intermediarios del mercado (tal y como se definen más arriba) cuenten con la debida licencia?<sup>253</sup>
2. ¿Existen normas o criterios mínimos que todos los candidatos deban cumplir antes de que la licencia se les conceda (o deniegue)<sup>254</sup> y que sean claros y estén disponibles al público, con las siguientes características:
  - a) Que sean justos y traten por igual a intermediarios en situaciones similares?
  - b) Que se apliquen de manera uniforme?
  - c) Que incluyan un requisito de capital inicial, según corresponda<sup>255</sup>?
  - d) Que incluyan una evaluación integral del solicitante y de todos aquellos que puedan controlarlo o influir en él de forma sustancial, que cubra su “actitud ética” con inclusión de su conducta en el pasado, además de requisitos adecuados de competencia<sup>256</sup>, tales como conocimiento del sector, capacidad y experiencia?
  - e) Que incluyan una evaluación de la suficiencia de los controles internos y de los sistemas de supervisión y administración de riesgos, con inclusión de las políticas y procedimientos relevantes por escrito?

#### *Autoridad del regulador*

3. ¿La autoridad pertinente tiene poder para<sup>257</sup>
  - a) Denegar la licencia, con posibilidad de revisión administrativa o judicial únicamente, si no se cumplen los requisitos para la autorización?
  - b) Retirar, suspender o condicionar una licencia si un cambio de control o de otro tipo da lugar en algún momento al incumplimiento de los requisitos pertinentes<sup>258</sup>?

---

<sup>252</sup> Principios, Sección 12.8 ¶ 3 y 5.

<sup>253</sup> Principios, Sección 12.3.

<sup>254</sup> En algunas jurisdicciones existen criterios expresos para denegar o descalificar a posibles candidatos .

<sup>255</sup> Principio 22 y correspondientes notas explicativas.

<sup>256</sup> Estos requisitos no se aplicarían a los accionistas, por ejemplo.

<sup>257</sup> Principios, Sección 12.3.

<sup>258</sup> Principio 4.

- c) Tomar medidas efectivas para evitar la contratación (o buscar la destitución) de personas que hayan cometido infracciones relacionadas con valores o que resulten inadecuadas para seguir desempeñando actividades de intermediación, incluso si estas personas no son intermediarios con licencia propia pero sí pueden influir sustancialmente en la empresa?<sup>259</sup>
- 4. En los casos en que la concesión de autorizaciones corresponda a una organización autorregulada, ¿el proceso está sujeto a la supervisión del regulador?<sup>260</sup>

*Requisitos que deben cumplirse en todo momento*

- 5. ¿Se exige a los intermediarios del mercado que actualicen periódicamente la información pertinente relacionada con su licencia y que notifiquen inmediatamente al regulador (o a la autoridad que autorice) los cambios sustanciales en las circunstancias que afecten a las condiciones en que se concedió la licencia?<sup>261</sup>
- 6. ¿Está a disposición del público la siguiente información sobre intermediarios autorizados?<sup>262</sup>
  - a) La existencia de una licencia, su categoría y estado?
  - b) El ámbito de las actividades permitidas o la identidad de la alta dirección y los nombres de otros individuos autorizados para actuar en nombre del intermediario?
- 7. ¿El regulador supervisa de forma continua, investiga y hace cumplir la legislación y las normas en materia de valores que afecten a las actividades de los intermediarios?<sup>263</sup>

*Asesores de inversiones*

- 8. Indicar lo siguiente sobre el sistema regulatorio para los asesores de inversiones<sup>264</sup>:
  - a) Si un asesor de inversiones opera por cuenta de clientes, ¿los controles sobre el capital y otros aspectos operativos aplicables a otros intermediarios del mercado son aplicables al asesor?
  - b) Si el asesor no opera, pero le está permitido tener el depósito de activos de clientes, ¿la normativa estipula la protección de dichos activos, incluyendo

---

<sup>259</sup> Comparar con el Principio 8.

<sup>260</sup> Principios, Sección 12.3. Ver también el Principio 7.

<sup>261</sup> Id. Debe facilitarse al regulador información periódica sobre las actividades del intermediario en cada momento. Además, si se producen cambios en la plantilla del intermediario, en sus actividades o en su entorno que pudieran afectar sustancialmente a su capacidad de desempeñar su función, esta circunstancia debe notificarse puntualmente al regulador.

<sup>262</sup> Principios, Sección 12.3.

<sup>263</sup> Principios, Sección 12.7. Ver también Principios 8, 9 y 10.

<sup>264</sup> Principios, Sección 12.8.

su segregación e inspecciones periódicas basadas en el riesgo (ya sea por el regulador o por un tercero independiente)?

- c) Si se dan los supuestos a) y b), además de los asesores que gestionan carteras de clientes sin operar por cuenta de terceros ni tener el depósito de sus activos, ¿la regulación contempla:
- i) Requisitos de llevanza de registros?
  - ii) Requisitos claros y detallados que expongan la información que el asesor deberá dar a sus clientes potenciales, que debe incluir: descripción de la preparación académica del asesor, experiencia pertinente en el sector, historial disciplinario (en su caso), estrategias de inversión, estructura de comisiones y otros cargos a clientes, conflictos potenciales de intereses, y comportamiento histórico de las inversiones (en su caso)?
  - iii) Normas y procedimientos diseñados para evitar promesas o garantías sobre el comportamiento y rendimiento futuros de las inversiones, el mal uso de los activos de clientes, y los potenciales conflictos de intereses?<sup>265</sup>

### **Asignación de una categoría de evaluación<sup>266</sup>**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 6(b).

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2(b), 2(e), 3(c), 6(b), 7 y 8(c)(iii) y la ausencia de circunstancias en que los criterios para conceder o denegar autorizaciones sean subjetivos y se puedan aplicar de forma diferente a intermediarios en situaciones similares.

---

<sup>265</sup> Principio 21, Pregunta clave 8.

<sup>266</sup> En el caso de los asesores de inversiones, solamente se necesitan respuestas afirmativas a las Preguntas aplicables a la categoría de asesores autorizados en la jurisdicción. Este extremo no se refiere a planes con protección del principal o con tasas de retorno mínimas garantizadas para los que se realiza una adecuada difusión de información.

*No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2(a), 2(c), 2(d), 3(a), 3(b), 4, 5, 6(a), 8(a), 8(b), 8(c)(i) o 8(c)(ii), si son aplicables.

**Notas explicativas**

Algunas jurisdicciones pueden conceder licencia<sup>267</sup> a las personas que operan una IIC como operadores de IIC; en otras jurisdicciones los operadores de IIC pueden obtener una licencia como asesores de inversiones. Sin embargo, esta caracterización debe ser sin perjuicio de la evaluación de los Principios 17 al 20, que debe llevarse a cabo con arreglo a los criterios de evaluación correspondientes a esos Principios.

El reconocimiento de otro régimen de concesión de autorizaciones en relación con el acceso a clientes nacionales por parte de un intermediario extranjero sujeto a las condiciones pertinentes se considera como un programa de concesión de autorizaciones sujeto a la asignación de categorías de evaluación, siempre que los criterios utilizados sean transparentes y claros, se apliquen con uniformidad y cubran los objetivos de los Principios. En los casos en que haya personas o entidades inscritas o con licencia o autorización en más de una condición, los evaluadores deben cerciorarse de qué criterios se aplican a cada categoría.

---

<sup>267</sup> En algunas jurisdicciones existen requisitos de autorización o inscripción en lugar de la concesión de autorizaciones. Debe entenderse que el término “autorización” también se refiere a medidas de autorización y registro. Ver la nota 58 de los Principios.

**Principio 22** Se fijarán requisitos de capital mínimo inicial y recursos propios mínimos exigibles, así como otros requisitos prudenciales para los intermediarios del mercado, que reflejen los riesgos que los intermediarios asumen.

La fijación de requisitos de capital mínimo inicial y recursos propios mínimos mejora la protección de los inversores y la integridad de los sistemas financieros. Debe exigirse a todo intermediario que asegure el mantenimiento de los recursos financieros suficientes para cumplir sus compromisos empresariales y para soportar los riesgos a los que esté expuesto su negocio. Las actividades de filiales no autorizadas y las operaciones fuera de balance pueden originar riesgos; la regulación debe considerar la necesidad de información sobre las actividades de estas filiales<sup>268</sup>.

Los requisitos de adecuación de capital fomentan la confianza en los mercados financieros y la protección del inversor.

#### **Asuntos clave**

1. Debe existir un requisito de capital inicial para los intermediarios del mercado como condición para obtener la autorización. Este requisito debe basarse en un examen de la suficiencia del capital que atienda a los riesgos a los que se enfrentan los intermediarios, teniendo en cuenta la naturaleza de sus actividades y su volumen de negocio<sup>269</sup>.
2. Debe haber un requisito permanente de recursos propios directamente relacionado con la naturaleza de los riesgos y el volumen de negocio *que efectivamente desarrolle* un intermediario del mercado. El intermediario debe mantener ese requisito de capital, que debe ser objeto de información periódica al regulador o a la SRO competente. Para ello debe arbitrarse una combinación de rendición de informes de forma continua, por una parte, y con carácter extraordinario, por otra, a modo de alerta anticipada, cuando los niveles de capital se aproximen al umbral mínimo<sup>270</sup>.
3. Los requisitos de adecuación de capital deben estar diseñados de manera que el intermediario del mercado pueda absorber algunas pérdidas y seguir operando, especialmente en caso de grandes oscilaciones adversas en el mercado, y lograr un entorno en el que un intermediario pudiera liquidar su negocio en un plazo relativamente corto sin pérdidas para sus clientes ni para los clientes de otras

<sup>268</sup> Principios, Sección 12.3 ¶ 6. Ver también Principios, Sección 12.4, nota 6.

<sup>269</sup> Principios, Sección 12.4 ¶ 4.

<sup>270</sup> Principios, Sección 12.3. Ver también Principios, Sección 12.4, ¶ 2.

entidades, y sin perturbar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros<sup>271</sup>.

4. Los intermediarios deben estar sujetos a:
  - a) Auditorías independientes de su situación financiera
  - b) Exámenes continuos y motivados por parte de un regulador o una SRO sometida a supervisión por parte del regulador<sup>272</sup>
5. El regulador debe tener autoridad específica para imponer restricciones a las actividades reguladas de un intermediario y requisitos más estrictos de seguimiento del capital y/o rendición de informes si su capital se deteriora o cae por debajo de los niveles mínimos exigidos<sup>273</sup>.
6. Debe examinarse toda exposición de un intermediario del mercado a riesgos considerables derivados de las actividades de otras entidades del grupo o grupos. Debe valorarse la necesidad de información sobre las actividades de entidades afiliadas sin licencia y fuera de balance<sup>274</sup>.

### Preguntas clave

1. ¿Existen requisitos mínimos de capital inicial y recursos propios para los intermediarios del mercado?<sup>275</sup>
2. ¿Los requisitos de adecuación de capital están estructurados de tal manera que se cubra toda la gama de riesgos a los que están sujetos los intermediarios del mercado, como los riesgos de mercado, crédito, liquidez, riesgos operativos y jurídicos, incluidos los relacionados con la reputación?<sup>276</sup>

---

<sup>271</sup> Principios, Sección 12.4 ¶ 2.

<sup>272</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 2.

<sup>273</sup> Por ejemplo, si se determina que un intermediario está en peligro de no poder cumplir sus obligaciones para con sus clientes, el mercado o sus acreedores, o si se determina que la situación financiera del intermediario se está deteriorando aunque aún esté por encima de los requisitos mínimos. Los evaluadores deben tener en cuenta que, aunque este es un requisito exigido por la regulación, la responsabilidad de gestionar el riesgo corresponde a la entidad. Ver también el Principio 23 y Principios, Sección 12.6 ¶ 3.

<sup>274</sup> Informe de la OICV N.º 14, *Capital requirements for multinational securities firms*, Comité Técnico de la OICV (noviembre 1990). Ver también el Informe de la OICV N.º 116. *Multi-Disciplinary Working Groups on Enhanced Disclosure: Joint report of the Basel Committee on Banking Supervision, the Committee on the Global Financial System of the G-10 Central Banks, the International Association of Insurance Supervisors and IOSCO* (abril 2001). Ver también el Informe de la OICV N.º 122 *Risk management practices and regulatory capital: A cross sectoral comparison*, Joint Forum on Financial Conglomerates (noviembre 2001).

<sup>275</sup> Principios, Sección 12.4.

<sup>276</sup> Principios, Sección 12.4, nota 61. Un ejemplo de riesgo relacionado con la reputación es la preocupación en el mercado sobre la solvencia de un intermediario, que puede afectar a su capacidad de obtener líneas de crédito o para compensar y liquidar transacciones con sus contrapartes.

3. ¿Los requisitos de adecuación de capital responden a la cantidad de riesgos asumidos? Es decir, ¿el nivel mínimo exigido se incrementa a medida que lo hace el riesgo, por ejemplo en caso de grandes oscilaciones del mercado?<sup>277</sup>
4. ¿Los requisitos de capital son suficientes para que un intermediario pueda absorber algunas pérdidas y liquidar su negocio en un período relativamente corto sin pérdidas para sus clientes y sin perturbar el funcionamiento ordenado de los mercados?<sup>278</sup>
5. ¿Se exige a los intermediarios del mercado que mantengan la documentación necesaria para determinar fácilmente los niveles de capital en cualquier momento?<sup>279</sup>
6. ¿El grado de detalle, formato, frecuencia y puntualidad de la información entregada al regulador y/o a la SRO es suficiente como para poner de manifiesto un deterioro considerable de la situación de suficiencia del capital de los intermediarios del mercado?<sup>280</sup>
7. ¿La situación financiera del intermediario está sujeta a auditoría por parte de auditores independientes como medida adicional para asegurar que la posición financiera refleje el riesgo asumido por el intermediario?<sup>281</sup>
8. El regulador:<sup>282</sup>
  - a) ¿Revisa periódicamente los niveles de capital de los intermediarios del mercado?
  - b) ¿Toma medidas adecuadas cuando estas revisiones revelan deficiencias importantes?
9. ¿El regulador tiene autoridad específica para imponer restricciones a las actividades reguladas de un intermediario y requisitos más estrictos de seguimiento del capital y/o rendición de informes si su capital se deteriora hasta el punto de poner en peligro su capacidad de cumplir sus obligaciones o cae por debajo de los niveles mínimos exigidos? ¿Está documentado que el regulador efectivamente ejerce esta autoridad?<sup>283</sup>
10. ¿El marco regulatorio relativo al capital cubre los riesgos procedentes de fuera de la entidad regulada, por ejemplo de filiales sin licencia o riesgos fuera de balance?<sup>284</sup>

---

<sup>277</sup> Principios, Sección 12.4.

<sup>278</sup> Principios, Sección 12.3.

<sup>279</sup> Principios, Sección 12.3.

<sup>280</sup> Id.

<sup>281</sup> Id.

<sup>282</sup> Id. Ver también Principios, Sección 12.6.

<sup>283</sup> Principios, Sección 12.6.

<sup>284</sup> Principios, Sección 12.4.

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 10.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 6, 9 y 10.

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8(a) u 8(b).

### **Notas explicativas:**

Algunos intermediarios del mercado actúan de tal forma que su actividad comporta un riesgo menor. En los casos en que el intermediario del mercado se limita a introducir cuentas, es simplemente un corredor que actúa entre intermediarios (“inter-dealer broker”) sin arriesgar principal u opera con una cartera casada (“matched book”\*), puede resultar adecuado fijar requisitos de capital inferiores a los aplicables a los intermediarios que negocian con los activos de los clientes o toman posiciones de principal por su propia cuenta<sup>285</sup>.

Los requisitos de adecuación de capital pueden referirse explícitamente a un riesgo en particular, pero estar fijados en un nivel que en la práctica cubre también otros riesgos. El evaluador debe informarse sobre el método que se utiliza para determinar el capital mínimo y los tipos de intermediarios a los que se aplica dentro de la jurisdicción, teniendo en cuenta que los Principios permiten el uso de más de un método o técnica para computar el capital o los requisitos de capital<sup>286</sup>. Para una visión general de los distintos enfoques de la adecuación de capital, ver el preámbulo de esta sección sobre intermediarios.

---

<sup>285</sup> Principios, Sección 12.4 ¶ 3.

\* Cartera de activos y pasivos que tienen vencimientos idénticos.

<sup>286</sup> Para información más detallada sobre los riesgos especificados, ver el Documento Público de la OICV N.º 77, *Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions*, Comité Técnico de la OICV (mayo 1998).

**Principio 23** Los intermediarios del mercado vendrán obligados a cumplir unas normas de organización interna y conducta operativa encaminadas a proteger los intereses de los clientes, a asegurar una correcta gestión del riesgo y según las cuales la dirección del intermediario acepte la principal responsabilidad en estas materias.

Los intermediarios del mercado deberán operar de manera que se protejan los intereses de sus clientes y la integridad del mercado. La regulación debe exigir que los intermediarios del mercado dispongan de políticas y procedimientos internos adecuados para la observancia de la legislación de valores y la aplicación de controles internos y sistemas de gestión de riesgos. El regulador no puede supervisar constantemente la observancia de estos procedimientos internos. La cúpula directiva del intermediario del mercado es el principal responsable de que su entidad se atenga a los procedimientos internos y debe entender el negocio de la entidad, sus procedimientos internos de control, el entorno en el que opera y sus políticas en materia de riesgo asumido<sup>287</sup>.

Pueden producirse infracciones operativas a pesar de la existencia de procedimientos internos concebidos para evitar las conductas inadecuadas y la negligencia. No debe esperarse que la regulación elimine el riesgo en el mercado, pero sí que trate de asegurar que ese riesgo se gestiona debidamente<sup>288</sup>.

### Asuntos clave

#### *Gestión y supervisión*

1. El equipo directivo de un intermediario del mercado será el principal responsable de asegurar el mantenimiento de normas apropiadas de conducta y la observancia por la entidad en su conjunto de los debidos procedimientos<sup>289</sup>. Esto incluye asegurar que la entidad esté adecuadamente estructurada y que cuente con una estructura y unos controles internos adecuados, habida cuenta del tipo de negocio desarrollado, para garantizar la protección del inversor y el manejo de los riesgos.
  - a) La cúpula directiva debe asegurar la observancia cotidiana de los procedimientos internos. Tiene que comprender la naturaleza de las operaciones de la entidad, sus procedimientos y políticas internas de control en materia de riesgo asumido y comprender claramente el alcance de su propia autoridad y sus responsabilidades<sup>290</sup>.

<sup>287</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 1 y 2.

<sup>288</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 3.

<sup>289</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 2.

<sup>290</sup> Id.

- b) La cúpula directiva debe tener acceso fácil y rápido a la información, y esa información debe estar sometida a procedimientos concebidos para preservar su seguridad, disponibilidad, fiabilidad e integridad<sup>291</sup>.
2. Es necesaria la evaluación periódica de los procesos de gestión de riesgos en el seno de una entidad regulada. Esta evaluación debe estar a cargo de alguien con la suficiente autonomía como para no comprometer la evaluación. Las SRO y otros terceros, como los auditores externos, pueden prestar su asistencia en este proceso<sup>292</sup>.

*Protección de los clientes*

3. El intermediario debe disponer de un mecanismo eficaz y efectivo para resolver las reclamaciones de los inversores<sup>293</sup>.
4. Los intermediarios del mercado deberán comportarse de manera que se protejan los intereses de sus clientes y la integridad del mercado. Los principios fundamentales incluyen<sup>294</sup>.
- a) Toda entidad debe observar niveles elevados de integridad y operativa justa
  - b) Toda entidad debe actuar con el cuidado y la diligencia debidos, en el mejor interés de sus clientes y de la integridad del mercado
  - c) Toda entidad debe observar elevadas normas de conducta en el mercado<sup>295</sup>
  - d) Ninguna entidad debe colocar sus propios intereses por encima de los de sus clientes. Debe darse un trato similar a los clientes en situaciones similares
  - e) Toda entidad debe cumplir cualquier ley, código o norma relativa a la regulación de los mercados de valores que le sea aplicable
5. Por lo que respecta a la conducta de un intermediario con sus clientes, a continuación se indican algunos componentes importantes:<sup>296</sup>
- a) El cliente debe poder obtener un contrato de compromiso o un acuerdo de cuenta por escrito, o una relación por escrito de las condiciones generales y específicas de las operaciones a través del intermediario<sup>297</sup>

---

<sup>291</sup> Id.

<sup>292</sup> Principios, Sección 12.5 punto 6 sobre prácticas de mercado.

<sup>293</sup> Principios, Sección 12.7 ¶ 2, ver también el Principio 8 y la correspondiente Nota explicativa.

<sup>294</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 6 y 8.

<sup>295</sup> Principios, Sección 12.7.

<sup>296</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4 y puntos relacionados. Ver también, en el Principio 21, cómo deben aplicarse estas normas a ciertos tipos de asesores de inversiones.

<sup>297</sup> Los documentos escritos necesarios como testimonio del contrato pueden estar regulados por la legislación de la jurisdicción en materia de contratos, y pueden incluir las transmisiones electrónicas.

- b) Toda entidad deberá solicitar a sus clientes cualquier información sobre sus circunstancias y objetivos de inversión que sea pertinente para los servicios que presta
  - c) Cuando las actividades de un intermediario incluyen la prestación de asesoramiento específico, ese asesoramiento se debe prestar con el debido conocimiento de las necesidades y las circunstancias del cliente: una cuestión generalmente incluida en la norma de conducta que indica que el intermediario debe conocer a su cliente (“know your client”)<sup>298</sup>
  - d) La entidad debe aportar a sus clientes, de una forma completa y puntual, la información necesaria para que éstos tomen decisiones de inversión fundamentadas. Puede ser necesario que la regulación exija la difusión de información de una forma específica cuando los productos impliquen un riesgo que al inversor minorista no le resulte obvio<sup>299</sup>
  - e) Toda entidad debe facilitar a cada cliente, de forma puntual y con intervalos adecuados, un informe completo y veraz del valor y composición de la cuenta o la cartera de los clientes, con inclusión, cuando proceda, de un informe de las transacciones y saldos, así como de las comisiones asociadas<sup>300</sup>
6. Cuando un intermediario tiene el control o es responsable de la protección de activos pertenecientes a un cliente, ésta deberá asegurar la debida protección de los mismos (por ejemplo, a través de la segregación e identificación separada de estos activos) conforme a su responsabilidad<sup>301</sup>.

#### *Controles internos*

7. Los detalles de la organización interna apropiada de una entidad variarán según el tamaño de la misma, la naturaleza de su negocio y los riesgos que asume. Por lo que respecta a la organización interna de los intermediarios del mercado, la regulación deberá exigir que se observen las pautas siguientes:<sup>302</sup>
- a) El cumplimiento por parte de la entidad de todos los requisitos legales aplicables, así como de las políticas y los procedimientos internos de la propia entidad, deberá ser supervisado por un área separada que dependa directamente de la alta dirección, y que posea una estructura que asegure su independencia con respecto a las divisiones operativas.

---

<sup>298</sup> En este contexto, el principio “know your client” se refiere a la adecuación de las recomendaciones de inversión y las obligaciones de difundir información. Debe distinguirse de las obligaciones relativas a la identificación del cliente para evitar el blanqueo de dinero.

<sup>299</sup> Principios, Sección 12.5 punto 4 sobre información sobre clientes.

<sup>300</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4, puntos sobre condiciones contractuales e información para los clientes.

<sup>301</sup> Principios, Sección 12.5 punto 5 sobre activos de los clientes.

<sup>302</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4.

- b) El mantenimiento de políticas y procedimientos y controles operativos efectivos en relación con la actividad diaria de la entidad, con inclusión de unas políticas claras que establezcan las circunstancias en que está permitida la negociación por cuenta propia, y procedimientos que aseguren la integridad, la seguridad, la disponibilidad, la fiabilidad y la exhaustividad de toda la información<sup>303</sup>.
- c) Evaluación de la “efectividad” de esos procedimientos y controles operativos en función de que aseguren, dentro de límites razonables:
  - i) Un intercambio efectivo de información entre la entidad y sus clientes, incluyendo la comunicación necesaria de información a éstos.
  - ii) La integridad de las prácticas de la entidad en materia de negociación, incluido el tratamiento de todos los clientes de una manera justa, honrada y profesional.
  - iii) La salvaguarda de los activos, tanto de la entidad como de sus clientes, frente al uso o la disposición no autorizado.
  - iv) El mantenimiento de registros contables y otros registros aplicables apropiados, y la fiabilidad de la información.
  - v) El cumplimiento de todos los requisitos legales y reguladores pertinentes.
  - vi) La segregación apropiada de los deberes y las funciones clave, especialmente aquellos que, cuando son realizados por la misma persona, pueden dar lugar a errores no detectados o pueden ser susceptibles de abusos que expongan a la entidad o a sus clientes a riesgos indebidos<sup>304</sup>.
- d) Evitar todo conflicto entre los intereses del intermediario y los de sus clientes. Siempre que exista la posibilidad de un conflicto de intereses, la entidad debe asegurar un tratamiento justo de todos sus clientes mediante una difusión apropiada de información, normas internas de confidencialidad o la abstención de intervenir en los casos en que el conflicto resulte inevitable<sup>305</sup>.

## Preguntas clave

### *Gestión y supervisión*

1. ¿Se exige que el intermediario tenga:

---

<sup>303</sup> Principios, Sección 12.5 punto 7 sobre controles operativos y negociación por cuenta propia.

<sup>304</sup> Principios, Sección 12.5 punto 8 sobre controles operativos, subsecciones (a) a (f).

<sup>305</sup> Principios, Sección 12.5 punto 9 sobre los conflictos de intereses.

- a) Una gestión y estructura organizativa adecuadas?
  - b) Controles internos adecuados?<sup>306</sup>
  - c) Un equipo directivo que sea el principal responsable de asegurar el mantenimiento de normas apropiadas de conducta y la observancia por la entidad en su conjunto de los debidos procedimientos?<sup>307</sup>
2. ¿Se exige al intermediario que haga realizar una evaluación periódica independiente<sup>308</sup> de sus controles internos y de sus procesos de control interno y de sus procesos de gestión de riesgos? Si la entidad opta por confiar la evaluación a un auditor independiente, ¿Se exige a ese auditor que dé cuenta al equipo directivo y al regulador de los fallos importantes en los controles?<sup>309</sup>

*Protección de los clientes*

3. ¿Se exige al intermediario que establezca un mecanismo efectivo y eficaz para resolver las reclamaciones de los inversores?<sup>310</sup>
4. Si un intermediario tiene el control o es responsable de la protección de activos pertenecientes a un cliente, ¿existen normas que exijan la debida protección de los mismos (por ejemplo, a través de la segregación e identificación separada de estos activos) por parte del intermediario? ¿Estas medidas facilitan el traspaso de posiciones, favorecen una liquidación ordenada en caso de insolvencia financiera y protegen de otra manera contra el uso indebido por parte del intermediario?<sup>311</sup>
5. ¿Se exige a los intermediarios que obtengan y conserven información básica sobre los problemas y circunstancias de sus clientes en materia de objetivos de inversión que sea pertinente para los servicios que presta?<sup>312</sup>
6. ¿Los intermediarios están obligados a conocer a sus clientes (“know your customer”) antes de darles asesoramiento específico?<sup>313</sup>
7. ¿Los clientes pueden obtener un acuerdo o contrato o una relación escrita de las condiciones generales y específicas que regulan la relación entre la entidad y el cliente?<sup>314</sup>

---

<sup>306</sup> “Adecuados” significa que los controles internos deben ser acordes con el tamaño de la entidad, la naturaleza de su actividad y los tipos y cantidad de riesgo que asume.

<sup>307</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 2.

<sup>308</sup> Esta evaluación debe estar a cargo de alguien con la suficiente autonomía como para no comprometer la evaluación.

<sup>309</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 2.

<sup>310</sup> Principios, Sección 12.7.

<sup>311</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4, punto sobre los activos de los clientes.

<sup>312</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4 punto sobre información sobre clientes.

<sup>313</sup> Id.

<sup>314</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4, punto sobre condiciones contractuales.

8. ¿Los intermediarios están obligados a facilitar a sus clientes información general o específica necesaria para tomar una decisión de inversión equilibrada e informada?<sup>315</sup>
9. ¿Los intermediarios están obligados a facilitar a sus clientes un estado de cuenta completo y justo (e información sobre la remuneración recibida por el intermediario por los servicios prestados al cliente)?<sup>316</sup>

*Controles internos*

10. ¿Los intermediarios están obligados a tener una persona o un grupo de personas responsables de supervisar su cumplimiento de los requisitos legales y regulatorios, así como de sus políticas y procedimientos internos?<sup>317</sup>
11. ¿Los intermediarios están obligados a crear y mantener libros y registros adecuados y fiables, incluidos los registros contables? ¿Se exige al intermediario que mantenga estos libros y registros de forma que el regulador los pueda supervisar completamente?<sup>318</sup>
12. ¿Los intermediarios están obligados a establecer y mantener sistemas adecuados de protección de sus clientes, gestión de riesgos y controles internos y operativos, que incluyan políticas, procedimientos y controles relativos a todos los aspectos de su negocio, con el propósito de asegurar, dentro de límites razonables<sup>319</sup>,
  - a) Un intercambio efectivo de información entre la entidad y sus clientes, incluida la comunicación necesaria de información a éstos?
  - b) La integridad de las prácticas de la entidad en materia de negociación, incluido el tratamiento de todos los clientes de una manera justa, honrada y profesional?
  - c) La salvaguarda de los activos, tanto de la entidad como de sus clientes, frente al uso o la disposición no autorizado?
  - d) El mantenimiento de registros contables y otros registros aplicables apropiados, y la fiabilidad de la información?
  - e) El cumplimiento de todos los requisitos legales y reguladores pertinentes?

---

<sup>315</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4, punto sobre información para los clientes.

<sup>316</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4, punto sobre condiciones contractuales.

<sup>317</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4, punto sobre prácticas de mercado.

<sup>318</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4, punto sobre controles operativos.

<sup>319</sup> Id. Debe hacerse referencia al Principio 23, Asunto clave 7. Es de esperar que la estructura de los sistemas de control de las entidades varíen en función de su tamaño y la naturaleza de sus operaciones. Estos controles se refieren a consideraciones prudenciales, gestión de riesgos y normas de conducta, o a tratamiento de los clientes, y especialmente a que la entidad actúe con la debida diligencia en el mejor interés de sus clientes y de los mercados, y que observe niveles elevados de operativa leal.

- f) La segregación apropiada de los deberes y las funciones clave, especialmente aquellos que, cuando son realizados por la misma persona, pueden dar lugar a errores no detectados o pueden ser susceptibles de abusos que expongan a la entidad o a sus clientes a riesgos indebidos?
13. ¿Se exige a los intermediarios<sup>320</sup>
- a) Que se esfuercen por evitar cualquier conflicto entre sus intereses y los de sus clientes, o entre los intereses de un cliente y otro?
- b) En los casos en que exista la posibilidad de que surja un conflicto de intereses, que dispongan de mecanismos para asegurar el tratamiento justo de todos sus clientes, como la apropiada difusión de información, reglas internas de confidencialidad o la abstención de actuar en los casos en que el conflicto resulte inevitable?

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 3.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2, 3, 6, 7, 12(a), 12(b), 12(c), 12(d), 12(f) y una de las siguientes: 13(a) o 13(b).

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 1(c), 4, 5, 8, 9, 10, 11, 12(e) o tanto a la Pregunta 13(a) como a la 13(b).

### **Notas explicativas:**

El tratamiento de los fondos de los clientes también puede ser pertinente en relación con la adecuación de capital que se trata en el Principio 22.

El concepto de difusión adecuada por parte de un intermediario puede depender del tipo de servicios que presta. Por ejemplo, la información que debe difundir un intermediario que se

---

<sup>320</sup> Principios, Sección 12.5 ¶ 4, punto sobre conflictos de intereses.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS INTERMEDIARIOS DEL MERCADO

limita a tomar órdenes es diferente de la que le corresponde difundir a un agente de valores que también preste servicios de asesoramiento.

Las medidas que podrían tomarse en respuesta a la Pregunta clave 4 tienen el objetivo de: proporcionar protección contra el desfalco; facilitar el traspaso de posiciones en caso de quiebra de la entidad o distorsión del mercado; impedir el uso de los fondos de los clientes para negociación por cuenta propia o para financiar las operaciones del intermediario; y contribuir a la liquidación ordenada en caso de insolvencia de una entidad en particular. Al evaluar las Preguntas clave 5, 6 y 8 a 13, el evaluador debe determinar si está documentado que el regulador disponga de programas para asegurar que el intermediario se atenga a estos requisitos en la práctica.

**Principio 24** Existirán procedimientos para los casos de quiebra de un intermediario del mercado a fin de minimizar los daños y las pérdidas de los inversores y contener el riesgo sistémico.

La quiebra de un intermediario del mercado puede afectar negativamente a los clientes y contrapartes y puede tener consecuencias para el sistema en su conjunto. El regulador debe disponer de un plan claro y flexible para afrontar la posible quiebra de los intermediarios del mercado. El regulador debe tratar de reducir al mínimo los daños y las pérdidas para el inversor. Esto puede suponer restringir conductas indebidas por parte del intermediario del mercado o de sus responsables, administrar la gestión de los activos y proporcionar información al mercado según sea necesario. Cuando proceda, el regulador deberá tener establecidos acuerdos adecuados con otros reguladores relacionados.

#### Asuntos clave <sup>321</sup>

1. El regulador deberá tener un plan claro para hacer frente a la posible de quiebra de los intermediarios financieros. Las circunstancias del fracaso financiero son impredecibles, de modo que el plan debe ser flexible<sup>322</sup>.
2. El regulador deberá tratar de minimizar los daños y las pérdidas derivados de la quiebra de un intermediario que afecten a los inversores. Puede ser necesaria una combinación de actuaciones para restringir conductas indebidas, con el fin de asegurar que los activos son debidamente gestionados y para proporcionar información al mercado<sup>323</sup>.
3. Dependiendo del modelo regulador vigente en la banca nacional, también puede ser necesario cooperar con los reguladores bancarios y, si las disposiciones nacionales lo exigen, con las autoridades competentes en materia de insolvencia. Como mínimo, el regulador deberá haber identificado a las personas de contacto<sup>324</sup> en otras entidades reguladoras nacionales y extranjeras<sup>325</sup>.

#### Preguntas clave

1. ¿El regulador dispone de planes claros para responder a la posible quiebra de una entidad, incluida una combinación de actuaciones para restringir conductas indebidas, asegurar que los activos están debidamente gestionados y proporcionar información al mercado?<sup>326</sup>

<sup>321</sup> Principios, Sección 12.6

<sup>322</sup> Principios, Sección 12.6 ¶ 1.

<sup>323</sup> Principios, Sección 12.6 ¶ 2.

<sup>324</sup> Ver la Nota Explicativa al Principio 12.

<sup>325</sup> Principios, Sección 12.6 ¶ 3.

<sup>326</sup> Principios, Sección 12.6 ¶ 1.

2. ¿Existen sistemas de alerta temprana u otros mecanismos para informar al regulador de una posible situación de impago por parte de un intermediario del mercado y darle tiempo para abordar el problema y tomar medidas correctoras?<sup>327</sup>
3. ¿El regulador tiene competencias para tomar las medidas adecuadas? En particular, ¿puede<sup>328</sup>
  - a) Restringir actividades del intermediario con el fin de reducir al mínimo los daños y pérdidas para los inversores?
  - b) Exigir al intermediario que tome medidas concretas, como por ejemplo trasladar cuentas de clientes a otro intermediario?
  - c) Exigir la designación de un supervisor, liquidador, custodio u otro administrador; o, en ausencia de tal competencia, solicitar de las autoridades competentes que asuman la posesión o el control de los activos custodiados por el intermediario o por un tercero en representación del intermediario?
  - d) Exigir que se difunda al mercado la información relevante relativa a la quiebra de una entidad (es decir, su situación en cuanto a la negociación)?
  - e) Aplicar otras medidas disponibles para minimizar el riesgo para el cliente, su contraparte o riesgo sistémico en caso de quiebra de un intermediario, tales como planes de seguros que cubran al cliente o la liquidación, o fondos de garantía?
4. ¿Los procesos y procedimientos del regulador para hacer frente a las perturbaciones financieras incluyen la comunicación y cooperación con otros reguladores nacionales y extranjeros, cuando corresponda, y está documentada la existencia de procedimientos de contacto y de tal cooperación?<sup>329</sup>

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 3(d) y 3(e).

---

<sup>327</sup> Principios, Sección 12.4 ¶ 2. Ver también Principios, Sección 12.6 ¶ 1.

<sup>328</sup> Principios, Sección 12.6 ¶ 2.

<sup>329</sup> Principios, Sección 12.6 ¶ 3.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS INTERMEDIARIOS DEL MERCADO

### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 3(b), 3(c), 3(d) y 3(e).

### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2, 3(a) o 4.

### **Nota explicativa:**

Al evaluar la suficiencia del régimen regulador para proteger los activos de los clientes que están en posesión de intermediarios que han quebrado o están en vías de quebrar, además de tener en cuenta la adecuación de capital y otras normas prudenciales, entre las que se cuenta la segregación, si procede, conviene tomar en consideración la disponibilidad y suficiencia de seguros o planes de compensación concebidos para proteger los fondos y valores de los clientes en caso de insolvencia de los intermediarios, así como sistemas de garantía de liquidación u otros acuerdos para minimizar el riesgo de la contraparte y el riesgo sistémico.

El evaluador debe indicar qué medidas están disponibles y cómo se espera que mitiguen el riesgo.

La evaluación del Principio 24 debe ser coherente con los datos relacionados con las prácticas de gestión del riesgo con arreglo a los principios 29 y 30.

## H. Principios relativos al mercado secundario

### 1. *Preámbulo*

Los reguladores de todas las jurisdicciones saben que los inversores quieren mercados secundarios justos, eficaces y transparentes. Los Principios de esta sección tienen como objetivo promover estos fines<sup>330</sup>. La justicia de los mercados está estrechamente relacionada con la protección de los inversores y con la prevención de prácticas de negociación indebidas<sup>331</sup>.

En los Principios 25 al 29 se examina la forma en que el sistema general de supervisión de una jurisdicción asegura la integridad de los mercados regulados.

Los Principios 25 y 26 se refieren a los requisitos generales de autorización para bolsas y sistemas de negociación, y para su supervisión continua. En concreto, el Principio 25 cubre los criterios exigidos para conceder una autorización *inicial* para operar a una bolsa o sistema de negociación en una jurisdicción. Por su parte, el Principio 26 examina los procedimientos por los que el regulador se asegura del *cumplimiento continuo*, por parte de esa bolsa autorizada o ese sistema de negociación regulado, de las condiciones pertinentes que se consideran necesarias y que son requisitos previos para la autorización.

Los Principios 27, 28 y 29 se refieren a los objetivos concretos de regulación para promover la integridad de los mercados. El Principio 27 se centra en la medida en que la estructura de supervisión promueve la transparencia (entendida como la disponibilidad de información previa y posterior a la negociación). El Principio 28 se ocupa de las normas y mecanismos que prohíben, detectan e impiden las conductas manipulativas, fraudulentas y engañosas u otros abusos del mercado. Por último, el Principio 29 aborda los mecanismos existentes para asegurar el manejo adecuado de exposiciones al riesgo de gran magnitud, incumplimientos y distorsiones del mercado.

### 2. *Alcance de la evaluación*

#### *Requisitos para la evaluación. Estructura del mercado y autoridad*

Esta evaluación se refiere principalmente a las bolsas autorizadas y a los sistemas regulados de negociación, es decir, a los sistemas del mercado en los que distintos compradores y vendedores se reúnen y realizan transacciones o intercambios<sup>332</sup>. Algunas bolsas y sistemas de negociación están gestionados por los propios mercados y sistemas. En otros casos existe una entidad independiente que actúa como gestor. En esta sección, debe entenderse

---

<sup>330</sup> Informe de la OICV N.º 90, *Supervisory Framework for Markets*, Comité Técnico de la OICV (mayo 1999).

<sup>331</sup> Principios, Sección 4.2.2 ¶ 2.

<sup>332</sup> Principios, Sección 13.2.

que los términos “bolsa autorizada” y “sistema regulado de negociación” incluyen ambos tipos de bolsas y sistemas de negociación<sup>333</sup>.

No obstante, en esta sección sobre mercados secundarios el término “mercados” se emplea en su sentido más amplio e incluye las estructuras y los servicios relevantes para los valores de renta variable y deuda, las opciones y los productos derivados. El nivel apropiado de regulación dependerá de las características del mercado en cuestión, incluyendo la estructura del mercado y la sofisticación de sus partícipes, los derechos de acceso, los tipos de productos negociados, el grado de integración con otros mercados, el nivel de actividad transfronteriza, la repercusión de los avances tecnológicos y la capacidad de los gestores para desempeñar sus funciones de autorregulación y gestión del riesgo con arreglo a la autoridad y las competencias que les confiere la legislación.

Dado que la regulación puede variar en función de la estructura del mercado, el participante o el producto de que se trate, la información sobre estas diferencias y las razones en que se basan constituyen un elemento importante de toda evaluación. Por ejemplo, los Principios no especifican ninguna metodología de regulación en particular. En la mayoría de los casos los Principios pueden ponerse en práctica mediante disposiciones legales, normas administrativas, recomendaciones, directrices o normas de actuación, reglas del mercado, principios de comercio equitativo o buenas prácticas o códigos de conducta para los mercados profesionales, convenciones comúnmente aceptadas en el mercado o, en el caso de los mercados electrónicos, mediante su integración en los algoritmos; siempre y cuando el método de puesta en práctica elegido se pueda hacer cumplir en la medida necesaria para lograr sus objetivos, y tome en cuenta la asignación de una categoría de evaluación.

Por ello, para que los evaluadores puedan valorar correctamente la estructura reguladora es necesario que comprendan la estructura del mercado, incluidos los acuerdos de compensación y liquidación, los tipos de partícipes y las vinculaciones internacionales (tanto dentro como fuera de la jurisdicción). En la Introducción de esta Metodología se ofrece más orientación sobre la estructura del mercado y su incidencia en los distintos enfoques de la evaluación.

Los Principios también reconocen que “en algunos casos será apropiado que un sistema de negociación esté exento en gran medida de una regulación directa...” pero ello requerirá la aprobación del regulador pertinente tras la debida consideración por éste del tipo de aprobación (o exención) necesaria<sup>334</sup>. En este caso, los criterios deben ser transparentes y accesibles y deben aplicarse con uniformidad<sup>335</sup>.

---

<sup>333</sup> En este documento, debe entenderse que las referencias al “operador” incluyen la bolsa autorizada o el sistema de negociación regulado, y viceversa.

<sup>334</sup> Principios, Sección 13.3. Ver también el Informe de la OICV N.º 90, *Supervisory Framework for Markets*, Comité Técnico de la OICV (mayo 1999).

<sup>335</sup> Por ejemplo, puede resultar apropiada la exención de algunos requisitos para los sistemas de negociación con volúmenes de transacción limitados. Además, en muchas jurisdicciones los mercados de instrumentos de deuda soberana (y en algunos casos subsoberana) no están sujetos a regulación, o están sujetos a una regulación más limitada que los mercados que negocian valores de empresa.

Por ejemplo, en muchas jurisdicciones los procesos de autorización o reconocimiento y los requisitos pertinentes para los sistemas de negociación electrónicos patrocinados por gestores extranjeros pueden ser distintos de los procesos para los sistemas domésticos en su totalidad<sup>336</sup>. Del mismo modo, algunas jurisdicciones pueden ofrecer niveles de regulación escalonados en función del tipo de producto negociado y de la sofisticación de los participantes. Otras jurisdicciones regulan sistemas de negociación alternativos como si se tratara de brokers y les aplican la regulación correspondiente a los intermediarios del mercado con arreglo a estos Principios, junto con ciertas normas sobre transparencia, negociación con información privilegiada y prohibiciones de prácticas abusivas. Esta flexibilidad en la regulación es coherente con los Principios. Las diferencias relacionadas con el tipo de servicio prestado, el producto de que se trate y los participantes del mercado por lo general se aceptan como base para establecer las distinciones regulatorias oportunas<sup>337</sup>.

La confianza en el sistema jurídico, la fuerza ejecutoria de los contratos y la pertinencia de la legislación mercantil y en materia de insolvencia son fundamentales para la regulación eficaz de los mercados secundarios. Por ello, cualquier laguna en estos ámbitos debe ponerse de manifiesto en la evaluación<sup>338</sup>. Los evaluadores también deben tener en cuenta la idoneidad de los acuerdos relacionados en materia de compensación y liquidación, ya sea como resultado de una evaluación independiente conforme a las Recomendaciones del CSPL/OICV (CPSS/IOSCO) para los sistemas de compensación y liquidación o en relación con el Principio 30 si se trata de mercados de derivados.

---

<sup>336</sup> Principios, Sección 5, sobre el entorno de la regulación. Con todo, no deben existir barreras innecesarias de entrada y salida de los mercados y productos. En algunos casos pueden estar causadas por leyes ajenas al control de los reguladores, como la legislación tributaria u otras leyes generales. Ver el Anexo 1 en el Libro II, o los Principios, anexo 3. Por ejemplo, los criterios de acceso pueden estar basados en el reconocimiento mutuo, la difusión de información adicional u otros requisitos.

<sup>337</sup> *Supervisory Framework for Markets*, supra, sección IV. A., Sistemas de negociación alternativos.

<sup>338</sup> Anexo 1.

3. *Principios 25 al 29*

**Principio 25 El establecimiento de sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, estará sujeto a autorización y supervisión reguladora.**

El hecho de que el regulador apruebe las bolsas y los sistemas de negociación y los reglamentos de las bolsas contribuye a que los mercados sean justos y ordenados<sup>339</sup>. El grado de justicia de los mercados está estrechamente vinculado a la protección de los inversores y concretamente, mediante la prevención de las prácticas de negociación inadecuadas, a la confianza en los mercados. Las características de funcionamiento de los mercados no deben favorecer injustamente a unos usuarios frente a otros.

La regulación deberá tender a asegurar que los inversores puedan acceder de manera justa tanto al mercado como a la información de dicho mercado o a información sobre los precios. La regulación deberá promover unas prácticas y estructuras en el mercado que aseguren el tratamiento justo de las órdenes y un proceso de fijación de precios que sea fiable<sup>340</sup>.

**Asuntos clave**<sup>341</sup>

*Criterios para la autorización*

*Bolsas o sistemas de negociación sujetos a regulación*

1. La regulación deberá evaluar la adecuación y competencia, tanto inicial como continua, del operador de una bolsa o de un sistema de negociación como mercado secundario. El operador deberá ser responsable ante el regulador y, cuando asuma riesgos derivados de posiciones por cuenta propia, por compromisos de liquidación o garantía, debe cumplir requisitos prudenciales y otros requisitos diseñados para reducir el riesgo de que las operaciones no se lleven a buen término.

*Supervisión*

2. El regulador deberá evaluar la fiabilidad de todas las disposiciones hechas por el operador para el seguimiento, la vigilancia y la supervisión de la bolsa o el sistema

<sup>339</sup> Los evaluadores deben tener presentes los siguientes informes de la OICV como referencia: Informe de la OICV N.º 42, *Report on Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems*, Comité Técnico de la OICV (octubre 1994). Ver también el Informe de la OICV N.º 6, *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, Comité Técnico de la OICV (junio 1990). Ver también el Informe de la OICV N.º 111, *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivative Products – Reviews and Additions*, Comité Técnico de la OICV (octubre 2000). Ver también el Informe de la OICV N.º 83, *Securities Activity on the Internet*, Comité Técnico de la OICV (septiembre 1998) e Informe de la OICV N.º 120, *Securities Activity on the Internet II*, Comité Técnico de la OICV (junio 2001).

<sup>340</sup> Principios, Sección 4.2 ¶ 2.

<sup>341</sup> Salvo que se indique otra cosa, todas las cuestiones clave para este Principio derivan de cuanto prescriben los Principios, Sección 13.3.

de negociación y sus miembros o partícipes para asegurar justicia, eficiencia, transparencia y protección del inversor, así como el cumplimiento de la legislación sobre valores. Deben existir mecanismos en vigor para detectar y atender los casos de condiciones inusuales de contratación y para cerciorarse de que, si se contraviene la legislación, se toman las medidas necesarias cuando se detecte.

*Productos y partícipes*

3. Deberá existir un requisito mínimo por el que el regulador deba estar informado sobre los tipos de valores y productos que se negocian en la bolsa o en el sistema de negociación, y deba revisar / aprobar las reglas de negociación del producto, cuando proceda. Al hacerlo, el mercado y/o el regulador deberán:
  - a) Considerar principios sobre el diseño de productos, cuando proceda, con indicación de los requisitos<sup>342</sup> y condiciones de negociación
  - b) Asegurar que el acceso a la bolsa o al sistema sea justo y objetivo, y supervisar los correspondientes criterios y procedimientos de admisión

*Procedimientos de ejecución de órdenes*

4. Las normas sobre la ejecución de órdenes deben ser comunicadas al regulador y a los partícipes del mercado, y deben aplicarse de forma justa a todos los partícipes<sup>343</sup>. Los procedimientos de canalización de órdenes en la bolsa o el sistema de negociación también deben comunicarse claramente al regulador y a los partícipes, deben aplicarse con justicia y no deben ser incongruentes con la regulación pertinente en materia de valores (por ejemplo, prioridad de los intereses de los clientes o prohibición de las prácticas de “front running”)<sup>344</sup>.

*Información sobre la negociación*

5. La información sobre transacciones realizadas, negociación y normas y procedimientos de operación deben estar disponibles, y el regulador debe verificar que se facilita de forma equitativa a todos los partícipes que se encuentran en situación similar.
  - a) Toda clasificación de la categoría de los partícipes, a efectos de su acceso a información previa a la negociación, deberá hacerse sobre una base razonable
  - b) Si se hace una diferenciación para el acceso a dicha información, ello no deberá suponer una desventaja injusta para las diferentes categorías concretas de partícipes

---

<sup>342</sup> Ver Sección E sobre los emisores, Libro 1.

<sup>343</sup> Principios, Sección 13.3 punto 7 sobre ejecución de las operaciones.

<sup>344</sup> Principios, Sección 13.3 punto 6 sobre canalización de órdenes.

6. El regulador debe disponer de documentación completa sobre la negociación y de documentación de respaldo para auditoría.

### **Preguntas clave**

#### *Bolsas o sistemas de negociación sujetos a regulación*

1. ¿El establecimiento de una bolsa o sistema de negociación<sup>345</sup> requiere autorización?
2. ¿Existen criterios para la autorización<sup>346</sup> de los operadores de bolsas y sistemas de negociación que:
  - a) Requieran el análisis y autorización del mercado por parte de una autoridad competente?
  - b) Busquen pruebas de la competencia del operador de una bolsa o de un sistema de negociación como mercado secundario, ya sea como tal operador o en otros ámbitos?<sup>347</sup>
  - c) Requieran que el operador de una bolsa o de un sistema de negociación que asume riesgos derivados de posiciones por cuenta propia, por compromisos de liquidación o garantía, deba cumplir requisitos prudenciales y otros requisitos diseñados para reducir el riesgo de que las operaciones no se lleven a buen término? Por ejemplo, obligación de evaluar y cobrar márgenes, recursos de capital o financieros, aportaciones de los miembros, fondos de garantía, límites para crédito o posiciones?
  - d) Permitan que el regulador imponga condiciones continuas (conforme proceda) al operador de una bolsa o de un sistema de negociación, tales como la obligación de establecer normas, políticas y procedimientos para prevenir los comportamientos fraudulentos, tratar a todos los partícipes de forma justa y tener capacidad para cumplir las obligaciones impuestas por el mercado y las autoridades competentes?<sup>348</sup>

#### *Supervisión*<sup>349</sup>

3. ¿La regulación requiere la evaluación de

---

<sup>345</sup> Si un sistema de negociación se considera como un broker, los requisitos aplicables con arreglo a estos Principios serían los correspondientes a los intermediarios del mercado, junto con los requisitos oportunos en materia de transparencia, negociación con información privilegiada o prohibición de prácticas abusivas.

<sup>346</sup> Debe entenderse que la palabra “autorización” incluye “concesión de licencia”, “permiso para realizar actividades de inversión” y “reconocimiento”.

<sup>347</sup> Principios, Sección 13.3.

<sup>348</sup> El Informe de la OICV N.º 90, *Supervisory Framework for Markets*, Comité Técnico de la OICV (mayo 1999) establece en la página 7: “Through the authorization process, the regulator retains an important enforcement tool: the ability to prohibit or place restrictions upon operators”. Esto está implícito en el concepto de “responsabilidad”.

<sup>349</sup> Id., Páginas 8 y 9.

- a) La fiabilidad de todas las disposiciones hechas por el operador para el seguimiento, la vigilancia y la supervisión de una bolsa o sistema de negociación y sus miembros o partícipes para asegurar justicia, eficiencia, transparencia y protección del inversor, así como el cumplimiento de la legislación sobre valores<sup>350</sup>?
- b) Los procedimientos de resolución de incidencias y reclamaciones, los parámetros de sus sistemas técnicos y los procedimientos aplicables a fallos operativos, información sobre su sistema de llevanza de registros, informes sobre presuntas infracciones de la legislación, procedimientos para mantener los fondos y los valores de los clientes e información sobre cómo se compensan y liquidan las operaciones?
- c) Los mecanismos establecidos para detectar y atender los casos de condiciones inusuales de contratación y para cerciorarse de que, si se contraviene la legislación, se toman las medidas necesarias cuando se detecte<sup>351</sup>, con inclusión de los detalles de los procedimientos para los casos de suspensión de la negociación<sup>352</sup>, otras limitaciones a la negociación y la asistencia disponible al regulador en circunstancias de distorsión potencial de la negociación en el sistema?<sup>353</sup>

*Valores y partícipes del mercado*

4. Con respecto a los valores y a los partícipes del mercado:
  - a) ¿El regulador está informado sobre los tipos de valores que se van a negociar, y aprueba las normas que rigen la admisión de los valores a negociación o a cotización<sup>354</sup>?
  - b) Si procede, ¿el regulador o el mercado tienen en cuenta el diseño de los productos<sup>355</sup> y las condiciones de negociación para admitir un producto a negociación<sup>356</sup>?

---

<sup>350</sup> Principios, Sección 13.3.

<sup>351</sup> Principios, Sección 13.3 punto 9 sobre supervisión del sistema y los partícipes por el operador.

<sup>352</sup> Ver *Indexation: Securities Indices and Index Derivatives* (febrero 2003), pp. 28-29: “Se puede aplicar una supervisión más agresiva para suplementar las características de diseño inherentes a los índices no diversificados...”

<sup>353</sup> Principios, Sección 13.3 sobre distorsión de la negociación.

<sup>354</sup> Principios, Sección 13.3.

<sup>355</sup> Los valores pueden estar sujetos a normas o requisitos para su admisión a negociación pública. Principios, Sección 13.3 punto 3 sobre admisión de productos a negociación. Ver también el Informe de la OICV N.º 85, *Application of the Tokio Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts* (septiembre 1998). En el caso de los instrumentos derivados, “Las normas de diseño de los contratos para mercados de instrumentos derivados deben entenderse como un complemento de un sistema adecuado de supervisión. En general, los estándares de diseño de los contratos tienen por objeto asegurar que los contratos no se puedan manipular fácilmente, que el mecanismo de entrega y/o liquidación sea fiable y (en el caso de los productos derivados) que los precios del subyacente y el producto derivado converjan al vencimiento y, en

- c) ¿El marco regulador estipula el acceso justo<sup>357</sup> a la bolsa o al sistema de negociación mediante la supervisión de las correspondientes normas de participación<sup>358</sup>?

*Justicia de los procedimientos de ejecución de órdenes*

5. Por lo que respecta a la justicia de los procedimientos de ejecución de órdenes:

- a) ¿Los procedimientos de canalización de órdenes se difunden con claridad, se aplican con justicia y no se contradicen con la legislación aplicable en materia de valores (por ejemplo, requisitos relacionados con la prioridad de los intereses de los clientes o prohibición de las prácticas de “front running”)?<sup>359</sup>
- b) ¿Las normas de ejecución se comunican al regulador y a los partícipes, y son aplicadas de manera uniforme a todos los partícipes?<sup>360</sup>
- c) Si procede, ¿el regulador revisa el algoritmo de ejecución o el calce de operaciones de los sistemas de negociación automatizados para comprobar que sea justo?<sup>361</sup>

*Información sobre las operaciones*

6. Respecto de la información sobre la negociación:

- a) ¿Los partícipes en situación similar tienen igual acceso a las normas del mercado y a los procedimientos operativos?<sup>362</sup>

---

consecuencia, sean eficaces para manejar el riesgo”. Ver también la Sección E, Principios relativos a los emisores.

<sup>356</sup> Principios, Sección 13.3 punto 3 sobre admisión de productos a negociación.

<sup>357</sup> Principios, Sección 13.3, punto 4 sobre admisión de los partícipes al sistema de negociación. Por ejemplo, en relación con el acceso a los sistemas electrónicos para productos derivados, indicar si las normas prevén: que el tiempo de respuesta sea equivalente para todos los partícipes en el sistema; que todos los usuarios del sistema en situación similar tengan igual capacidad de conectarse y de mantener la conexión con el sistema; todos los “inputs” equivalentes (por ejemplo, volumen y tipo de orden) por parte de los usuarios del sistema reciban un trato justo y equitativo; y que el acceso a través de enlaces o interfaces con otros sistemas (por ejemplo, sistemas de compensación, otros sistemas de canalización, proveedores de cotizaciones) sea equitativo. Ver también el debate sobre el Principio 3 en el Informe de la OICV N.º 4, *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, Comité Técnico de la OICV (junio 1990). Estas son “prácticas óptimas” a modo de ejemplo, desarrolladas en el contexto de los sistemas regulados de negociación para productos derivados, y no pretenden limitar ni definir prácticas para sistemas regulados de negociación para otros valores.

<sup>358</sup> Principios, Sección 13.3.

<sup>359</sup> Principios, Sección 13.3. Las cuestiones sobre normativa pueden depender de si las órdenes se transmiten a un mercado regulado organizado o a otros sistemas regulados de negociación. Ver también el debate en los párrafos 67-73 del Informe de la OICV N.º 42, *Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems*, Comité Técnico de la OICV (octubre 1994).

<sup>360</sup> Principios, Sección 13.3.

<sup>361</sup> *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*.

<sup>362</sup> Principios, Sección 13.3.

- b) ¿Existen procedimientos adecuados para garantizar la transparencia?<sup>363</sup>
- c) ¿Existe documentación suficiente (es decir, registros de seguimiento de todos los datos financieros o trazas de auditoría) disponibles para reconstruir la actividad de negociación correspondiente a un período razonable de tiempo?

**¿El sistema es capaz de difundir los tipos de información que debe poner a disposición de los participantes, y también de salvaguardar la confidencialidad de otra información cuya difusión no se pretenda?<sup>364</sup> Asignación de una categoría de evaluación**

*Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

*Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 3(b) por lo que se refiere a procedimientos para dirimir litigios o resolver recursos y a las Preguntas 4(b) y 5(c).

*Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2(d), 4(b), 5(b), 5(c) y 6(b) y a la Pregunta 3(b) en la medida permitida bajo “*Ampliamente implantado*.”

*No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1, 2(a), 2(b), 2(c), 3(a), 3(b) con las salvedades indicadas en el anterior apartado “*Ampliamente implantado*”, 3(c) 4(a), 4(c), 5(a), 6(a), 6(c) o 6(d).

### **Notas explicativas**

En algunas jurisdicciones, a los sistemas de negociación se les aplica una combinación de normas para intermediarios y para mercados. En estos casos, el evaluador debe determinar de qué forma debe asignar las categorías de evaluación. Por ejemplo, algunos sistemas de negociación, sistemas de tipo dealer o sistemas con acceso directo del cliente minorista, pueden estar regulados con arreglo a los principios de los intermediarios, con requisitos adicionales de transparencia, prohibición de prácticas abusivas y supervisión. Esta observación también es aplicable a los Principios 26 y 27.

---

<sup>363</sup> Principio 27.

<sup>364</sup> Principios, Sección 13.3, punto 5 sobre aportación de información relativa a la negociación. Ver también el debate sobre el Principio 2 en *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, supra.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL MERCADO SECUNDARIO

Un regulador puede reconocer una bolsa o un sistema de negociación establecido en otra jurisdicción si está sujeta a una normativa equivalente o comparable a la de su propia jurisdicción y es coherente con estos Principios. En casos de mercados múltiples, el evaluador deberá formarse una opinión sobre los criterios aplicados por el regulador, teniendo en cuenta el volumen de negociación y la importancia relativa del mercado.

Los evaluadores deberán considerar un Principio como *No aplicable* cuando no resulte aplicable habida cuenta de la naturaleza del mercado de valores en esa jurisdicción (cuando no haya una Bolsa o un sistema de negociación con actividad dentro de la jurisdicción) y las correspondientes consideraciones estructurales, legales e institucionales. En este caso, deberán documentarse los motivos de esta determinación.

**Principio 26** Existirá una supervisión constante de las bolsas y los sistemas de negociación con objeto de asegurar que se mantiene la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las necesidades de los distintos partícipes del mercado.

Los mercados que funcionan de forma sistemática promueven la confianza de los inversores. Por ello, los mercados deben supervisarse de manera continua<sup>365</sup>.

**Asuntos clave**<sup>366</sup>

1. El regulador debe estar siempre satisfecho de que las condiciones que se consideran necesarias como requisitos previos para la aprobación permanecen vigentes durante la operativa del mercado.
2. Las modificaciones de las normas de la bolsa autorizada o del sistema de negociación regulado deberán ser comunicadas al regulador, o aprobadas por él.
3. La aprobación de la bolsa autorizada o del sistema regulado de negociación deberá ser revisada o retirada cuando se determine que el sistema no está en condiciones de cumplir las condiciones de su aprobación, o la legislación o la normativa sobre valores.

**Preguntas clave**

1. Indicar si el marco regulador prevé:
  - a) ¿Un programa por el que el regulador, o una SRO supervisada por el regulador, realice el seguimiento de la actividad diaria de la bolsa o del sistema de negociación (mediante un programa de supervisión del mercado) y de la conducta de los intermediarios del mercado (a través del examen de sus operaciones) y recopile y analice la información obtenida mediante estas actividades?<sup>367</sup>
  - b) ¿Mecanismos de regulación y supervisión para verificar el cumplimiento por parte de la bolsa o del sistema de negociación de sus responsabilidades legales o administrativas, especialmente las relativas a la integridad de los

<sup>365</sup> *Supervisory Framework for Markets*, supra, página 3.

<sup>366</sup> Principios, Sección 13.4.

<sup>367</sup> *Supervisory Framework for Markets*, supra, página 9.

mercados, su supervisión, el seguimiento de los riesgos y la capacidad de responder a esos riesgos?<sup>368</sup>

- c) ¿Que se facilite al regulador toda la información previa y posterior a la negociación que esté a disposición de los partícipes?
2. ¿El marco regulador exige que las modificaciones al reglamento de la bolsa o del sistema de negociación se faciliten al regulador, o que estén aprobadas por él?<sup>369</sup>
  3. Cuando el regulador determine que la bolsa o el sistema de negociación no puede cumplir las condiciones de su aprobación, o la legislación o la normativa sobre valores, ¿existe algún mecanismo que permita al regulador<sup>370</sup>
    - a) Volver a inspeccionar la bolsa o el sistema de negociación e imponer una serie de medidas, tales como restricciones o condiciones al operador del mercado?
    - b) Retirar la aprobación de la bolsa o del sistema de negociación?

#### **Asignación de una categoría de evaluación**

##### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

##### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a la Pregunta 3(a).

##### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 2 y 3(a).

##### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 1(c) o 3(b).

---

<sup>368</sup> Esta información se puede facilitar a través de mecanismos formales, como informes escritos o inspecciones, o informales, como reuniones regulares. *Supervisory Framework for Markets*, supra, página 9.

<sup>369</sup> Principios, Sección 13.4.

<sup>370</sup> Id.

### **Notas explicativas**

La Pregunta 3(a) dota de más contenido a la expresión “volver a inspeccionar la aprobación del mercado”. “Dado que la revocación de la licencia es una medida disciplinaria muy seria, en muchos casos los operadores del mercado creerán que nunca se va a utilizar, por lo que puede que no tenga suficiente fuerza disuasoria. El regulador también debe tener competencias claras para imponer una serie de medidas disciplinarias progresivas tales como condiciones o restricciones al operador del mercado. Si bien la imposición de estas restricciones debe estar sujeta a algunas condiciones que garanticen su justicia, el procedimiento no debe resultar tan lento o complejo como para impedir a los reguladores actuar de forma rápida y eficaz cuando sea necesario”<sup>371</sup>. De lo contrario, se debe invitar al regulador a estudiar la forma en que puede utilizar su capacidad de revocación con el fin de reforzar su autoridad moral para lograr la acción correctora.

---

<sup>371</sup> *Supervisory Framework for Markets*, supra, página 7.

**Principio 27 La regulación promoverá la transparencia en la negociación.**

Se puede definir la transparencia como el grado en que la información sobre la negociación (tanto antes como después de las operaciones) se pone a disposición pública en tiempo real. La información previa a las operaciones se refiere a la presentación de demandas y ofertas en firme, tanto en los mercados cotizados como en los que se mueven por órdenes, como medio para permitir que los intermediarios y los inversores conozcan, con un cierto grado de certeza, si pueden operar y a qué precios. La información posterior a las operaciones se refiere a los precios y al volumen de todas las operaciones que realmente se cierran<sup>372</sup>.

En general, se considera que la transparencia es fundamental tanto para la justicia como para la eficacia de los mercados, y en concreto para su liquidez y la calidad de la fijación de precios. La amplia disponibilidad de información sobre ofertas es básica para asegurar el conocimiento de los precios y fortalecer la confianza de los usuarios en que podrán negociar con precios justos. A su vez, esta confianza debe servir como incentivo para la participación de compradores y vendedores, facilitar la liquidez y estimular la fijación de precios competitivos.

La información relativa a volúmenes y precios de las transacciones realizadas permite a los participantes del mercado y a sus clientes no solo tomar en consideración la información más reciente sobre volúmenes y precios, sino también realizar el seguimiento de la calidad de las ejecuciones que han obtenido en comparación con las de otros usuarios del mercado.

En general, cuanto más completa sea la información sobre negociación y más disponible esté, más eficaz será el proceso de conocimiento de los precios, y mayor será la confianza del público en su justicia. Sin embargo, no resulta fácil establecer estándares de transparencia de los mercados, ya que los distintos participantes y sus clientes tienen distintos intereses por lo que a niveles de transparencia se refiere. Los reguladores tienen que evaluar cuidadosamente el nivel adecuado de transparencia para cualquier estructura del mercado en particular<sup>373</sup>.

**Asuntos clave**

1. El garantizar un acceso puntual a la información es esencial para la regulación de la negociación en los mercados secundarios. El acceso puntual a la información pertinente sobre negociación en los mercados secundarios permite a los inversores determinar las condiciones en que pueden negociar, así como la calidad de la ejecución que recibirán, lo que a su vez les permite velar por sus propios intereses,

<sup>372</sup> Principios, Secciones 4.2.2 y 13.5 ¶ 1. Por lo que se refiere a los Principios, la transparencia se ha abordado ampliamente desde el punto de vista de los mercados de renta variable con presencia significativa de inversores minoristas.

<sup>373</sup> Informe de la OICV N.º 124, *Transparency and Market Fragmentation*, Comité Técnico de la OICV (2001), páginas 4-5.

además de reducir el riesgo de manipulación u otras prácticas desleales en la negociación<sup>374</sup>.

2. La información sobre las transacciones realizadas debe facilitarse de forma equitativa a todos los partícipes.
3. Si un operador del mercado permite algún grado de derogación del objetivo de transparencia en tiempo real, es preciso que las condiciones estén claramente definidas y que la autoridad del mercado (ya sea el operador de la bolsa, el regulador o ambos) tenga acceso a la información completa para poder establecer la necesidad de derogación y, si es necesario, disponer alternativas.

### **Preguntas clave**

1. ¿El marco regulador incluye
  - a) Requisitos o acuerdos para facilitar puntualmente información previa a la negociación (por ejemplo, publicación de ofertas) y posterior a la misma (por ejemplo, último precio de venta y volumen de la transacción) a los partícipes del mercado?
  - b) Requisitos o acuerdos para que se facilite información sobre transacciones realizadas de forma equitativa a todos los partícipes<sup>375</sup>?
2. Si el operador de una bolsa autorizada o de un sistema de negociación permite algún grado de derogación del objetivo de transparencia en tiempo real:
  - a) ¿Las condiciones están claramente definidas?
  - b) ¿El operador y/o el regulador tienen acceso a la información completa que precisan para establecer la necesidad de derogación y, si es necesario, disponer alternativas?

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, con la salvedad de que en relación con la Pregunta 1(a) no es necesario que la

---

<sup>374</sup> Este aspecto se trata en el Informe de la OICV N.º 27, *Transparency on Secondary Markets: A synthesis of the IOSCO debate*, Comité Técnico de la OICV (diciembre 1992), secciones 3 y 4 sobre el contenido de la información.

<sup>375</sup> El acceso equitativo a la información favorece el proceso de fijación de precios, pero no supone necesariamente que vaya a darse acceso por igual a todas las clases de clientes.

información previa a la negociación y la información sobre transacciones realizadas en mercados primariamente institucionales esté disponible puntualmente.

### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, con la salvedad indicada más arriba en relación con la Pregunta 1(a), y en cuanto a la Pregunta 1(b), no es necesario que la información posterior a la negociación esté disponible de forma equitativa para todos los participantes cuando se trate de un mercado institucional.

### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 2(a) o 2(b), si son aplicables, con las salvedades indicadas más arriba, o bien que la información posterior a la negociación sobre transacciones realizadas no esté disponible de forma puntual o equitativa en un mercado accesible a los inversores minoristas.

## **Notas explicativas**

El grado de transparencia de un mercado se puede medir como desviación del estándar de “tiempo real”. Sin embargo, no hay un único estándar sobre el alcance del concepto de “puntualidad”. La mayoría de las bolsas y sistemas de negociación prevén cierto grado de desviación respecto de un estándar sobre el tiempo real, como por ejemplo permitir cierta opacidad en la información sobre cotizaciones para las transacciones en bloque, adoptar distintas definiciones de “tiempo real”, adoptar un estándar sobre “puntualidad” que oscile entre varios minutos y un lapso más prolongado, permitir excepciones a la norma sobre tiempo real en función del tamaño o el tipo de la operación (con intermediarios y no por subasta) o en función del tipo de intermediario. Efectivamente, los conceptos de justicia, eficacia y transparencia varían ligeramente con cada tipo de microestructura del mercado.

Toda excepción a los requisitos generales en relación con la transparencia posterior a la negociación se debe explicar. Las excepciones razonables no deben ser motivo para una evaluación en una categoría inferior, pero se deben documentar. En los mercados cuyos partícipes sean en su mayoría inversores institucionales, puede resultar adecuado hacer excepciones a los requisitos de transparencia en la información posterior a la negociación en órdenes de gran envergadura en las que los intermediarios se vean expuestos a riesgo y que puedan afectar a la integridad del proceso de fijación de precios, a la liquidez o al funcionamiento ordenado del mercado.

En último término, la forma de abordar la transparencia (y el grado de puntualidad) es una decisión de política que se toma dentro de cada país con miras a equilibrar los intereses divergentes de los distintos partícipes del mercado (pequeños inversores, instituciones,

intermediarios y mercados)<sup>376</sup>. El regulador debe facilitar información sobre los motivos en que se basan estas decisiones y la forma en que responden a los objetivos indicados en los Asuntos clave.

En la práctica, salvo por lo que se refiere a mercados mayoristas y ciertas transacciones “over the counter”, la mayoría de los mercados tratan de que la información y publicación de precios posterior a la negociación se acerque lo más posible al tiempo real. Las evaluaciones se centran en los mercados regulados / organizados, pero al tratar cuestiones de transparencia toda evaluación debe tomar en consideración la estructura de los mercados dentro de la jurisdicción.

---

<sup>376</sup> *Transparency on Secondary Markets: A synthesis of the IOSCO debate*, supra, páginas 23-24 y 30.

**Principio 28 La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales en la negociación.**

La manipulación del mercado, la conducta engañosa, la operativa con información privilegiada y otras conductas fraudulentas o engañosas pueden distorsionar el sistema de presentación de los precios, distorsionar los precios y poner a los inversores en desventaja injusta<sup>377</sup>.

Dicha conducta debe controlarse mediante una vigilancia directa, inspección, información, requisitos de diseño de productos, límites de posición, normas de precios de liquidación o suspensión de la negociación, complementado por una aplicación enérgica de la legislación y los reglamentos de bolsa<sup>378</sup>.

Un programa eficaz de supervisión de los mercados debe disponer de un mecanismo para vigilar el cumplimiento de la legislación y la normativa de valores, las reglas del mercado, los requisitos de competencia operativa y las normas del mercado.

**Asuntos clave**

1. La regulación de la negociación en los mercados secundarios debe prohibir la manipulación, la conducta engañosa, la operativa con información privilegiada y otras conductas fraudulentas o engañosas, y aplicar sanciones adecuadas, proporcionadas y con fuerza disuasoria<sup>379</sup>.
2. El regulador debe asegurarse de que haya disposiciones en vigor para la supervisión continua de la negociación. Estas disposiciones deberán desencadenar una investigación cuando se produzca una operativa de negociación poco habitual o potencialmente indebida<sup>380</sup>.
3. La regulación debe cubrir la conducta entre mercados, como por ejemplo operaciones en las que el precio de un producto de renta variable se pueda manipular mediante la negociación en opciones, warrants u otros productos derivados<sup>381</sup>.

<sup>377</sup> Principios, Sección 13.6 ¶ 1. Ver también el Informe de la OICV N.º 103, *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, Comité Técnico de la OICV (mayo 2000).

<sup>378</sup> Principios, Sección 13.6 ¶ 2. Ver también *The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts*, supra.

<sup>379</sup> Principios, Sección 13.6 ¶ 1. Ver también *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, supra. Ver también los Principios 9 y 10.

<sup>380</sup> Principios, Sección 13.6 ¶ 3.

<sup>381</sup> Principios, Sección 13.6 ¶ 4 y 5.

4. Es necesario que las autoridades reguladoras pertinentes compartan la información entre sí, en una medida suficiente para garantizar la aplicación efectiva de la legislación<sup>382</sup>.

### **Preguntas clave**

1. ¿El marco regulador prohíbe lo siguiente en relación con los valores admitidos a negociación en bolsas autorizadas y sistemas regulados de negociación
  - a) Manipulación de los mercados o los precios?
  - b) Información engañosa?
  - c) Negociación con información privilegiada?
  - d) Utilización en beneficio del propio intermediario de las instrucciones del cliente (“front running”)?
  - e) Otras conductas fraudulentas o engañosas y abusos del mercado?
2. ¿Los medios del regulador para detectar y disuadir estas conductas incluyen una combinación eficaz y adecuada de
  - a) Supervisión directa, inspección, rendición de informes tales como requisitos para la cotización de valores o para el diseño de productos (cuando proceda), límites de posición, exigencia de registros de todos los datos financieros necesarios para reconstruir la actividad de negociación (trazas de auditoría) y normas sobre difusión de las cotizaciones, normas sobre la manipulación de órdenes, normas sobre precios de liquidación o suspensión de la cotización, complementadas con la aplicación de la legislación y los reglamentos de bolsa?
  - b) Sanciones eficaces, proporcionadas y con fuerza disuasoria para los casos de infracción?<sup>383</sup>
3. ¿Existen procedimientos previstos para
  - a) Recopilación y análisis constante de información relativa a las actividades de negociación?
  - b) Comunicación de los resultados de este análisis a las autoridades del mercado y al regulador con capacidad para adoptar medidas correctoras, si es necesario?

---

<sup>382</sup> Principios, Sección 13.6 ¶ 6. Ver también *Indexation: Securities Indices and Index Derivatives* (febrero 2003), pp. 35-40 sobre cooperación mejorada entre mercados y distintas jurisdicciones.

<sup>383</sup> Comparar con los requisitos establecidos en los Principios 8, 9 y 10.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL MERCADO SECUNDARIO

- c) Seguimiento de la conducta de los intermediarios que intervienen en el mercado?
  - d) Apertura de una investigación más detallada si se observan transacciones o comportamientos de negociación sospechosos?
4. Si hay posibilidad de negociación entre distintos mercados de una misma jurisdicción, ¿existen requisitos o procedimientos de inspección, ayuda e información compartida para vigilar y subsanar los abusos relacionados con esta práctica?
5. Si hay vínculos con mercados de otras jurisdicciones, intervención considerable de partícipes extranjeros o negociaciones cruzadas (valores negociados en otros mercados), ¿Existen acuerdos de cooperación con esos mercados extranjeros o con sus reguladores para impedir la manipulación u otras prácticas de negociación abusivas?

### **Asignación de una categoría de evaluación**

#### *Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables.

#### *Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto a las Preguntas 4 y 5, siempre que no haya considerable actividad transfronteriza o entre distintos mercados y de hecho haya cooperación.

#### *Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, con la salvedad de que si las Preguntas 4 y 5 resultan aplicables, debe haber pruebas de que efectivamente se comparte la información y existe cooperación transfronteriza y entre mercados, aunque no haya acuerdos formales de cooperación.

#### *No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(a), 1(b), 1(c), 1(d), 1(e), 2(a), 2(b), 3(a), 3(b), 3(c) o 3(d) o, si las Preguntas 4 o 5 resultan aplicables, ausencia de pruebas de cooperación transfronteriza con independencia de que existan acuerdos formales de cooperación.

### Notas explicativas

Entre los elementos esenciales de los procedimientos de seguimiento figuran: (1) seguimiento de la actividad diaria de los mercados (mediante un programa de supervisión del mercado); (2) seguimiento de la conducta de los intermediarios del mercado (a través del examen de sus operaciones); y (3) recopilación y análisis de la información obtenida mediante estas actividades<sup>384</sup>. Puede haber técnicas diferentes en los mercados de valores y de derivados. Debe invitarse al regulador a explicar la forma en que su sistema detecta, disuade y sanciona las malas conductas.

A continuación se indican algunos ejemplos de casos en que resulta pertinente la información relativa a supervisión entre mercados: Si el activo subyacente se negocia en una jurisdicción distinta de aquella en la que se negocia el instrumento derivado, o si se negocian productos financieros idénticos en dos jurisdicciones, puede haber un mayor potencial de fraude o manipulación a causa de la dificultad del regulador de una jurisdicción para hacer un seguimiento de la actividad del mercado directamente o para realizar una investigación completa de las actividades del mercado en otra jurisdicción<sup>385</sup>.

El regulador puede hacer uso de un sistema de vigilancia de la bolsa o del sistema de negociación, siempre que el propio regulador tenga capacidad para analizar y utilizar directamente la información para detectar y disuadir las malas prácticas en el mercado. Esto significa que el regulador debe tener capacidad para clasificar la información obtenida de la bolsa o del sistema de negociación.

---

<sup>384</sup> *Supervisory Framework for Markets*, supra, página 9. Ver también Principios, Sección 13.

<sup>385</sup> *Supervisory Framework for Markets*, supra, página 6.

**Principio 29** La regulación tendrá por objeto asegurar la debida gestión de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y la distorsión del mercado.

La asunción de riesgos es esencial para un mercado activo y la regulación no deberá restringir innecesariamente la asunción legítima de riesgos. Antes bien, los reguladores deberán promover y permitir la gestión efectiva del riesgo y asegurar que los requisitos sobre capital y otros requisitos prudenciales son suficientes para controlarlo, para absorber las pérdidas que se puedan producir y para limitar la toma excesiva de riesgos. Es esencial que exista un procedimiento eficaz y bien estructurado de compensación y liquidación que esté supervisado y haga uso de una adecuada gestión del riesgo<sup>386</sup>. Asimismo, el sistema jurídico también debe respaldar los mecanismos eficaces y legalmente fidedignos para los casos de incumplimiento. Esta es una cuestión que va más allá del marco regulador de los mercados de valores y pasa a formar parte de las disposiciones sobre insolvencia de una jurisdicción. La legislación en materia de insolvencia debe apoyar el aislamiento del riesgo y la aplicación de las garantías previamente aportadas al sistema, sin perjuicio de que se produzca una situación de impago o una declaración de quiebra o administración.

Puede surgir inestabilidad a causa de hechos relevantes ocurridos en otra jurisdicción o entre varias jurisdicciones, de manera que las respuestas de los reguladores a las distorsiones del mercado deberán tratar de facilitar la estabilidad a escala nacional y mundial mediante la cooperación y el intercambio de información<sup>387</sup>.

### **Asuntos clave**

#### *Seguimiento de las grandes posiciones de riesgo*

Las autoridades del mercado<sup>388</sup> deben:

1. Disponer de mecanismos para realizar el seguimiento de las posiciones abiertas o exposiciones crediticias sobre transacciones sin liquidar que sean suficientemente

---

<sup>386</sup> Principio 30. Ver también el Anexo 6 sobre la metodología de evaluación para sistemas de liquidación de valores.

<sup>387</sup> Principios, Sección 4.2.3.

<sup>388</sup> En el contexto de los grandes riesgos, la expresión “autoridad del mercado” se emplea para hacer referencia a la autoridad de una jurisdicción con autoridad establecida por la legislación o el reglamento en relación con el ejercicio de determinadas funciones de control sobre un mercado. La autoridad del mercado, dependiendo de su jurisdicción, puede ser un regulador, una organización autorregulada o el propio mercado. Informe de la OICV N.º 49, *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, Comité Técnico de la OICV (marzo 1996), página 2.

elevadas como para comportar riesgo para el mercado o para la entidad de compensación (es decir, grandes riesgos)<sup>389</sup> y para ello:

- a) Establecer unos niveles apropiados que desencadenen la actuación en sus mercados y hacer un seguimiento constante del tamaño de las posiciones en sus mercados<sup>390</sup>
  - b) Tener acceso a información, en caso necesario, sobre el tamaño y la propiedad beneficiaria de las posiciones mantenidas por clientes directos de los intermediarios del mercado<sup>391</sup>
  - c) Tener autoridad para emprender la actuación adecuada si un partícipe directo del mercado no pone la información solicitada a disposición de la autoridad del mercado<sup>392</sup>
  - d) Tener competencias para tomar las medidas adecuadas, como solicitar al partícipe en el mercado que reduzca sus posiciones, incremente las garantías o deposite garantías adicionales<sup>393</sup>
2. Promover mecanismos que faciliten el intercambio de información sobre grandes riesgos a través de los canales adecuados<sup>394</sup>

*Procedimientos en caso de incumplimiento. Transparencia y eficacia*

3. Las autoridades del mercado deberán poner la información pertinente relativa a procedimientos para incumplimiento en el mercado a disposición de los partícipes del mercado<sup>395</sup>
4. Los reguladores deberán asegurar que los procedimientos relativos a incumplimiento, y las medidas correctoras autorizadas, sean eficaces y transparentes<sup>396</sup>
5. Las autoridades responsables de la supervisión de mercados en los que se negocien productos relacionados (de contado o productos derivados) deberán consultarse

---

<sup>389</sup> Para estos efectos, se puede interpretar que los grandes riesgos son posiciones abiertas sin liquidar; posiciones cortas abiertas, posiciones con garantías, opciones y otros instrumentos derivados. Principios, Sección 13.7 ¶ 1, segunda frase.

<sup>390</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 3, primera frase. El evaluador deberá exigir pruebas empíricas de la existencia de un procedimiento de evaluación antes de llegar a la conclusión de que existe un seguimiento continuo eficaz. Ver también *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, supra, página 3 ¶ 6.

<sup>391</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 3, segunda frase.

<sup>392</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 4.

<sup>393</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 3, tercera frase.

<sup>394</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 2.

<sup>395</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 5.

<sup>396</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 6.

entre sí lo antes posible, con vistas a minimizar los efectos adversos de las distorsiones que la negociación de estos productos puedan tener en los mercados<sup>397</sup>

### Preguntas clave

#### *Seguimiento de las grandes posiciones de riesgo*

1. ¿La autoridad del mercado dispone de un mecanismo concebido para vigilar y evaluar continuamente el riesgo de las posiciones abiertas o exposiciones crediticias que sean suficientemente elevadas como para comportar riesgo para el mercado o para la entidad de compensación, con inclusión de
  - a) Criterios cuantitativos o cualitativos que desencadenen la actuación en el mercado para identificar los grandes riesgos, seguimiento continuo y un proceso de evaluación?<sup>398</sup>
  - b) Acceso a información, en caso necesario, sobre el tamaño y la propiedad beneficiaria de las posiciones mantenidas por clientes directos de los intermediarios del mercado?<sup>399</sup>
  - c) Competencias para tomar medidas adecuadas contra un partícipe del mercado que no facilite la información pertinente necesaria para evaluar un riesgo (por ejemplo, exigir la liquidación de las posiciones, incrementar los requisitos de margen, y revocar los privilegios para operar)?<sup>400</sup>
  - d) La competencia general para tomar medidas adecuadas tales como obligar a reducir o incrementar los márgenes<sup>401</sup> a los participantes del mercado que lleven o controlen posiciones de riesgo elevadas?
2. ¿Existen procedimientos formales o informales para permitir a los mercados y a los reguladores compartir información sobre grandes riesgos de participantes comunes o sobre productos relacionados con los reguladores y los mercados
  - a) Dentro de su propia jurisdicción?
  - b) En otras jurisdicciones relevantes?<sup>402</sup>

---

<sup>397</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 7.

<sup>398</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 1. Ver también *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, supra, página 3 ¶ 4.

<sup>399</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 4.

<sup>400</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 2. Ver también *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, supra, página 4 ¶ 8.

<sup>401</sup> Principios, Sección 13.7 ¶ 5.

<sup>402</sup> *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, supra, página 4 ¶ 8 en relación con la promoción de mecanismos formales/informales. Ver también *Report on Trading Halts and Market Closures* (octubre 2002), pp. 23-24.

*Procedimientos en caso de incumplimiento. Transparencia y eficacia*

3. ¿La autoridad del mercado pone a disposición de los partícipes sus procedimientos para casos de incumplimiento, específicamente con inclusión de información relativa a

- a) Las circunstancias generales en que se pueden tomar medidas?
- b) Quiénes pueden tomar medidas?
- c) El alcance de las medidas que se pueden tomar?<sup>403</sup>

¿Los procedimientos para casos de incumplimiento y/o la legislación de carácter nacional permiten a los mercados y/o a los sistemas de compensación y liquidación aislar el problema de una sociedad en quiebra gestionando sus propias posiciones abiertas y a las posiciones que tiene por cuenta de sus clientes, o protegiendo de otra forma los fondos y activos de los clientes frente al incumplimiento de un intermediario con arreglo a la legislación nacional?<sup>404</sup>

5. ¿Existe algún mecanismo por el que distintas autoridades del mercado con competencias sobre productos relacionados puedan consultarse entre sí para minimizar los efectos adversos de las distorsiones del mercado?

**Asignación de una categoría de evaluación**

*Completamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables teniendo en cuenta que la combinación de mecanismos enumerados en la Pregunta 4 a disposición de la jurisdicción son suficientes para reducir los efectos de cualquier quiebra y, en concreto, para aislar el riesgo de la institución en quiebra<sup>405</sup>.

*Ampliamente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, condicionado a una evaluación de los mecanismos indicados en la Pregunta 4 y con la excepción de las Preguntas 1(a), 3(a) y 5, siempre que haya otras medidas para hacer frente a los riesgos entre mercados<sup>406</sup>.

---

<sup>403</sup> Lo mismo para un modelo o lista de información que debe estar a disposición de los partícipes del mercado sobre los procedimientos para casos de incumplimiento en relación con transacciones con futuros y opciones.

<sup>404</sup> Principios de la OICV, Sección 4.2 ¶ 3.

<sup>405</sup> Principios Sección 4.2.3 También, las respuestas a la distorsión del mercado debe tratar de facilitar la estabilidad dentro de la jurisdicción y también fuera de ella mediante la cooperación y el intercambio de información.

<sup>406</sup> La rendición de informes sobre excepciones basada en un sistema de supervisión es coherente con el seguimiento contemplado en la Pregunta clave 1(a).

*Parcialmente implantado*

Requiere respuestas afirmativas a todas las Preguntas aplicables, excepto las Preguntas 1(a) con las salvedades permitidas en *Ampliamente implantado*, 1(b), 1(c), 2 (b), 3(a) y 5.

*No implantado*

Imposibilidad de responder afirmativamente a una o más de las Preguntas 1(d), 2(a) si es aplicable, 3(b), 3(c) o 4, o si la legislación sobre quiebra u otras leyes nacionales pertinentes es incierta o no respalda el aislamiento del riesgo a la entidad en quiebra y el manejo eficaz de las distorsiones.

**Nota explicativa**

El sistema de insolvencia debe respaldar el manejo eficaz de la quiebra de una entidad o las distorsiones del mercado. El regulador debe identificar cualquier preocupación sobre la legislación aplicable en materia de quiebra.

Por ejemplo, los siguientes mecanismos pueden ser pertinentes para responder a una situación de quiebra financiera o de distorsión del mercado, si bien también pueden resultar adecuados otros mecanismos si se consiguen los objetivos de aislar el riesgo y evitar que los fondos sean empleados para cubrir el incumplimiento del intermediario.

- Legislación nacional en materia de insolvencia que contemplen específicamente procedimientos para casos de incumplimiento en el mercado
- Garantías de bancos centrales
- Uso de los fondos y activos propios de la entidad que incurre en incumplimiento para cubrir sus obligaciones con sus contrapartes en el mercado
- La transferencia o liquidación de posiciones de clientes en la entidad que incurre en incumplimiento con arreglo a las normas del mercado sin interferir intervención con la legislación sobre quiebra<sup>407</sup>
- La transferencia de fondos y activos de los clientes, o el uso de un sistema de garantía
- En los casos en que vayan a transferirse posiciones o fondos de clientes, procedimientos para distinguir las posiciones, los depósitos y los devengos correspondientes a los clientes de aquellos correspondientes a la entidad

---

<sup>407</sup> La liquidación es aceptable en los casos en que la naturaleza de la posición hace impracticable la transferencia, o en los casos en que un cliente no haya cumplimentado la documentación necesaria para la transferencia, o si la normativa aplicable no permite la transferencia. Ver también *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, supra, ¶6 (3). Sin embargo, no se debe exigir a los mercados que mantengan transacciones abiertas sin liquidar una vez que un participante directo ha incurrido en incumplimiento.

## PRINCIPIOS RELATIVOS AL MERCADO SECUNDARIO

La evaluación del Principio 29 debe tomar en consideración cualquier vulnerabilidad en el manejo del riesgo que se detecte en relación con el Principio 30 y debe existir buena comunicación sobre cualquier conclusión relacionada con este Principio y las relativas a compensación y liquidación.

## **I. Principios relativos a la compensación y liquidación**

### **1. *Preámbulo***

El Principio 30 pone de manifiesto la conclusión de la OICV de que los sistemas adecuados de compensación y liquidación son necesarios para los mercados justos, eficaces y transparentes y para la reducción del riesgo sistémico. Por ello, los temas relativos a la compensación y liquidación forman parte fundamental de la evaluación global de la regulación de los mercados secundarios.

Al evaluar la implantación de este Principio es importante tomar en consideración el papel del regulador, tal y como se aborda en los Principios 1 al 5 y 8, en especial por lo que se refiere a sus competencias de supervisión e inspección respecto de las actividades de compensación y liquidación. También es importante tener en cuenta el Principio 24, que se refiere a la quiebra de los intermediarios del mercado, y el Principio 29, sobre las medidas para asegurar un manejo adecuado de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y las distorsiones del mercado. Estos dos Principios son relevantes para la reducción del riesgo sistémico en las actividades de compensación y liquidación. Cualquier conclusión relativa a la exposición al riesgo sistémico con arreglo a estos Principios debe ser coherente con el análisis del riesgo que se contempla bajo el Principio 30 y con cualquier evaluación de las Recomendaciones del CSPL/OICV (CPSS/IOSCO) para sistemas de liquidación de valores y su correspondiente metodología de evaluación. También debe dar cuenta de cualquier evaluación que se haya realizado sobre el sistema de pagos en la jurisdicción objeto de evaluación.

Si la jurisdicción realiza una autoevaluación, deberá tener en cuenta la estructura del mercado al aplicar las directrices que se le facilitan. Si se encomienda a varios evaluadores la evaluación de la regulación de los mercados de valores en general, y en concreto de los sistemas de compensación y liquidación en particular, es fundamental que se comuniquen estrechamente a lo largo de todo el proceso de evaluación, y que compartan sus respectivas conclusiones para asegurar la coherencia.

### **2. *Alcance de la evaluación***

La compensación y liquidación de transacciones con valores, incluidos los futuros y otros derivados de varios tipos, supone una amplia gama de servicios y actividades tales como servicios para casar órdenes y de confirmación de operaciones, distribución de flujos de caja, procedimientos relativos a entidades de contrapartida central (ECC), servicios sobre publicación de instrucciones sobre liquidación, procesamiento de liquidaciones de valores y fondos y servicios de custodia, entre otros. La naturaleza, características y organización de estos servicios y actividades pueden variar en función del tipo de valor u otro instrumento o contrato financiero al que se refiere la transacción objeto de compensación y liquidación.

Los sistemas de compensación y liquidación pueden presentar diferencias estructurales en función de la estructura del mercado o combinación de mercados y de los instrumentos a los que se refieren. El Principio 30 es de aplicación a todas las actividades importantes de

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

compensación y liquidación en una jurisdicción, con independencia del tipo de instrumento objeto de compensación y liquidación. En consecuencia, están incluidos en su ámbito de aplicación los procedimientos de compensación y liquidación para valores de renta variable, deuda pública, renta fija privada, opciones y futuros.

3. *Principio 30*

**Principio 30** Los sistemas de compensación y liquidación de las operaciones de valores estarán sujetos a la supervisión del regulador, y diseñados para asegurar que son justos, efectivos, eficaces y que minimizan el riesgo sistémico.

En noviembre del 2001, después de la adopción de los Principios, el Comité Técnico de la OICV y el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación / Committee on Payment and Settlement Systems (Grupo de Trabajo CSPL-OICV) publicaron conjuntamente las *Recomendaciones para los Sistemas de Liquidación de Valores* (RSLV). El Grupo de Trabajo CSPL-OICV también ha adoptado una metodología integral de evaluación con el fin de evaluar la implantación de las Recomendaciones del Grupo de Trabajo por parte de las jurisdicciones miembros de la OICV. En el Anexo 6 del Libro II de esta Metodología se incluye una copia de estas Recomendaciones. Las Recomendaciones y la metodología de evaluación de CSPL/OICV deben entenderse como una enunciación más detallada del Principio 30 que debe utilizarse para abordar cualquier aspecto de las Recomendaciones que también esté cubierto por el Principio 30<sup>408</sup>.

Por este motivo, en esta Metodología no se incluyen Preguntas clave ni Asignación de una categoría de evaluación para el Principio 30. Cualquier autoevaluación o evaluación independiente de un sistema de compensación y liquidación de valores dentro de una jurisdicción debe realizarse con la metodología de evaluación de CSPL/OICV que se incluye en el Anexo 6 y que se incluye en esta Metodología por referencia. Los evaluadores deben aplicar todos los Asuntos clave, Preguntas clave y Asignación de una categoría de evaluación pertinentes incluidas en la metodología de evaluación de CSPL/OICV

La evaluación debe tomar en consideración la estructura particular del mercado objeto de evaluación. Hay jurisdicciones en las que una bolsa autorizada o un sistema regulado de negociación opera con valores y con productos derivados y estos instrumentos se compensan en el mismo sistema; en otras jurisdicciones existen sistemas especializados de compensación y/o liquidación para los productos derivados. La metodología de liquidación de valores de CSPL/OICV reconoce expresamente que, en los casos en que los instrumentos derivados se liquiden a través de una entidad de contrapartida central (ECC) que también intervenga como entidad de contrapartida central para los valores, al realizar la evaluación puede ser necesario examinar la forma en que la entidad de contrapartida central trata los riesgos asociados a los instrumentos derivados. En estos casos, puede suceder que la metodología de CSPL/OICV no cubra todos los Asuntos clave correspondientes al Principio 30<sup>409</sup>.

<sup>408</sup> El cuadro de concordancias que figura en el Anexo 2-4 de la Parte II indica las Recomendaciones de CSPL/OICV que corresponden a los Principios, Secciones 13.8 a 13.11.3, y dónde se encuentran los aspectos adicionales a los que se hace alusión en el Principio 30.

<sup>409</sup> Ver la Concordancia que figura en el Anexo 2-4.

En el Cuadro 1 se incluye una lista de Asuntos clave correspondientes al Principio 30 y referencias cruzadas a las correspondientes Preguntas clave de la metodología de evaluación de CSPL/OICV. Toda evaluación de los sistemas de compensación y liquidación para los mercados que cubren tanto instrumentos derivados como valores debe contemplar la compensación y liquidación de instrumentos derivados además de la de los valores, si los riesgos asociados a los instrumentos derivados son considerables (es decir, de importancia económica) para una evaluación global. Para ello debe utilizarse la metodología de evaluación de CSPL/OICV, y si los valores e instrumentos derivados se compensan en un solo sistema puede resultar suficiente esa metodología de evaluación. No obstante, el evaluador puede señalar cualquier riesgo adicional, teniendo en cuenta la concordancia y las Preguntas clave que aparecen a continuación.

Sin embargo, en los casos en que los instrumentos derivados negociados en una bolsa autorizada o en un sistema de negociación autorizado se compensan a través de un sistema<sup>410</sup> diferente, el evaluador debe utilizar la tabla que aparece a continuación y las preguntas adicionales, que tal vez no resulten exhaustivas.

---

<sup>410</sup> Esto se debe, en parte, a que la labor del Grupo de Trabajo CSPL-OICV es una tarea continuada. Por ejemplo, el párrafo 2.3 de la metodología de evaluación de CSPL/OICV indica: “Incluso cuando todos los valores que se negocian en un país se liquidan a través de un mismo SLV, es posible que los derivados se negocien a través de un sistema distinto. Los instrumentos derivados negociados en mercados organizados casi siempre se compensan y liquidan a través de una ECC, que puede estar organizada como un departamento dentro de dicho mercado o en tanto que entidad con personalidad jurídica propia, en cuyo caso, dicha entidad puede actuar a modo de ECC para diversos mercados de derivados e incluso para negociaciones con valores. Las Recomendaciones no se diseñaron para ser aplicadas a los derivados, pues no analizan detalladamente los riesgos a los que normalmente se exponen ni los procedimientos de gestión del riesgo que se suelen utilizar para contrarrestarlos. Sin embargo, muchas de las recomendaciones, como es el caso de las que se refieren a las ECC, al marco legal, la fiabilidad operativa, el gobierno corporativo, el acceso, la transparencia y la regulación y vigilancia, también son relevantes para la compensación y la liquidación de derivados negociados en mercados organizados. Cuando los derivados se liquidan por medio de una ECC que también actúa de contraparte para las operaciones con valores, la evaluación del SLV para dichos valores debería abarcar la gestión de riesgos llevada a cabo por la ECC para las transacciones con derivados. Así ocurrirá sobre todo cuando existan exigencias de depósito de garantías y acuerdos de respaldo financiero para las carteras que contengan tanto valores como derivados. Sin embargo, no es necesario aplicar las Recomendaciones a los derivados negociados en mercados organizados cuando se compensen y liquiden a través de una ECC aparte. Es posible que en el futuro haya que desarrollar normas internacionales que se puedan utilizar para las ECC que negocian tanto valores como derivados.” En febrero del 2003 el Comité Técnico de la OICV autorizó al Grupo de Trabajo a desarrollar una serie de estándares para ECC que serán de aplicación a las operaciones tanto de valores como de instrumentos derivados.

**Cuadro I**

**Asuntos clave del Principio 30 con referencias cruzadas a las Preguntas clave correspondientes de la metodología de evaluación de CSPL/OICV**

**Asuntos clave del Principio 30<sup>411</sup>**

**Preguntas clave de CSPL/OICV<sup>412</sup>**

1. Las reglas y los procedimientos operativos de los sistemas de compensación y liquidación deberán estar a disposición de los participantes del mercado.	Recomendación 1, Preguntas clave 1 y 4 Recomendación 17, Preguntas clave 1-4
2. Deberá existir una supervisión directa de los sistemas de compensación y liquidación y de sus operadores.	Recomendación 10, Pregunta clave 2 Recomendación 12, Pregunta clave 3 Recomendación 18, Preguntas clave 1-3
3. Los reguladores de las organizaciones de compensación y liquidación deberán exigir un marco que les permita verificar la responsabilidad de dichos sistemas, para hacer un seguimiento y, si es posible, detectar, prevenir y prevenir problemas relacionados con la compensación y la liquidación. Los reguladores deberán estar facultados para promulgar directrices que los sistemas de compensación y liquidación o sus operadores deben satisfacer.	Recomendación 1, Preguntas clave 2 (ii) y 3 Recomendación 3, Pregunta clave 3 Recomendación 4, Preguntas clave 2-4 Recomendación 7, Pregunta clave 1 Recomendación 8, Pregunta clave 3 Recomendación 9, Preguntas clave 1-3 Recomendación 11, Preguntas clave 1-4 Recomendación 12, Pregunta clave 1, última frase Recomendación 18, Pregunta clave 3 Recomendación 19, Preguntas clave 1-3
4. La operativa de los sistemas de compensación y liquidación deberá estar sujeta a supervisión y revisión periódica por el regulador. Las organizaciones de compensación y liquidación deberán estar obligadas a rendir informes al regulador y pueden estar obligadas a someterse a auditorías periódicas y, si es necesario, a auditorías y exámenes especiales.	Recomendación 3, Pregunta clave 3 Recomendación 5, Pregunta clave 3 Recomendación 10, Pregunta clave 2 Recomendación 12, Preguntas clave 1-2 Recomendación 18, Preguntas clave 1-3
5. Los procedimientos de compensación y liquidación deberán estipular la verificación y liquidación expeditiva de una operación, su conclusión antes de que venza el plazo de liquidación, la existencia de sistemas de entrega contra pago entre participantes directos y la reducción del riesgo del mercado, riesgo de crédito, riesgo de liquidez y riesgo operativo de conformidad con los estándares internacionales.	Recomendación 2, Preguntas clave 1-3 Recomendación 3, Preguntas clave 1-4 Recomendación 4, Preguntas clave 1-4 Recomendación 5, Preguntas clave 1-3 Recomendación 8, Preguntas clave 1-3 Recomendación 9, Preguntas clave 1-3 Recomendación 10, Preguntas clave 1-4 Recomendación 16, Pregunta clave 1 Recomendación 19, Preguntas clave 1-3
6. Deberán existir procedimientos para identificar y seguir de cerca los riesgos de forma continua, incluidos los riesgos asociados a los participantes en la compensación.	Recomendación 3, Pregunta clave 3 Recomendación 4, Preguntas clave 3-4 Recomendación 5, Pregunta clave 3 Recomendación 9, Preguntas clave 1, 2 y 3 Recomendación 10, Preguntas clave 1-2 Recomendación 11, Preguntas clave 1-3 Recomendación 12, Pregunta clave 2 Recomendación 19, Preguntas clave 1 y 3
7. Los sistemas de liquidación de productos derivados deberán ser simétricos para evitar el	No hay correspondencia directa.

<sup>411</sup> Principios, Secciones 13.9-13.11.3

<sup>412</sup> Las Recomendaciones y Preguntas clave de CSPL/OICV figuran en el Anexo 6, Parte II.

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

riesgo de liquidez. Los pagos y los cobros deberán tratarse al mismo tiempo.	
8. Las garantías y otros requisitos deberán estar diseñados de forma que existan fondos disponibles para cubrir los riesgos operativos probables (por lo que respecta a cuantía y duración) para evitar situaciones de bloqueo. Las autoridades competentes del mercado deberán revisar periódicamente la suficiencia de las garantías y los demás requisitos.	Recomendación 3, Pregunta clave 3 Recomendación 4, Pregunta clave 3 Recomendación 9, Preguntas clave 1 y 2 Recomendación 12, Pregunta clave 1 Preguntas clave no concebidas para abordar todas las cuestiones sobre garantías relativas a productos derivados, como los futuros
9. Deberán establecerse medidas de protección adecuadas para prevenir los riesgos indebidos relacionados con el manejo efectivo de valores y entregas, incluidas las ventas en descubierto y la utilización de los valores originales para realizar préstamos de valores.	Recomendación 1, Preguntas clave 2 (ii)(c) y (e) Recomendación 4, Pregunta clave 3 Recomendación 5, Preguntas clave 1-3 Recomendación 6, Pregunta clave 1 Recomendación 7, Preguntas clave 1-2 Recomendación 8, Preguntas clave 1 y 3 Recomendación 9, Preguntas clave 1 y 2 Recomendación 12, Pregunta clave 1 Recomendación 19, Preguntas clave 1-3
10. El marco legal deberá asegurar el acceso a las garantías y determinar el calendario de autoevaluación, la legalidad de la compensación por saldos netos y con novación, la finalidad de la liquidación, la entrega contra pago, la liquidez de los acuerdos y la reducción del riesgo, con arreglo a los estándares internacionales y a la complejidad de los sistemas relevantes de compensación.	Recomendación 1, Preguntas clave 2-4 Recomendación 4, Preguntas clave 2-3 Recomendación 5, Pregunta clave 1 Recomendación 8, Pregunta clave 3 Recomendación 10, Pregunta clave 2 Recomendación 12, Pregunta clave 1 Recomendación 18, Pregunta clave 3

Como se indica, tanto en el Cuadro I como en la concordancia del Anexo 2-4, hay al menos un Asunto clave (7) relativo a la compensación y liquidación de transacciones con instrumentos derivados bajo el Principio 30 que no está cubierto específicamente en las Recomendaciones de CSPL/OICV ni en la metodología de evaluación. La liquidación de transacciones con instrumentos derivados en mercados regulados o bolsas autorizadas normalmente supone la liquidación de pérdidas y ganancias una vez al día (o con mayor frecuencia). En este caso los sistemas de liquidación deberán ser simétricos para evitar el riesgo de liquidez, y los pagos y cobros deberán tratarse al mismo tiempo<sup>413</sup>. De la misma manera, la liquidación en efectivo de transacciones con instrumentos derivados ha permitido que la liquidación en la mayoría de los mercados de derivados tenga lugar en T+1 o menos, mientras que T+3 sigue siendo lo habitual para la liquidación en muchos mercados de valores. Hay otros Asuntos claves relativos al Principio 30, como el asunto clave 8, relativa a las garantías, para los que no está previsto que se apliquen las preguntas correspondientes de la metodología de CSPL/OICV. En particular, la compensación y liquidación de transacciones con instrumentos derivados, como los de futuros. En consecuencia, la metodología actual de CSPL/OICV no es exhaustiva. Por ejemplo, los mercados de futuros generalmente utilizan ECC para la compensación y liquidación de transacciones. CSPL/OICV ha afirmado que las medidas de gestión del riesgo tienen que adaptarse al riesgo de estos sistemas, y que la metodología de CSPL/OICV no trata las

<sup>413</sup> Principios, Sección 13.11 ¶5.

ECC de forma completa<sup>414</sup>. Los Principios de la OICV también están dirigidos principalmente a las bolsas autorizadas y sistemas regulados de negociación. No están diseñados, como tampoco lo está el Principio 30, para tratar de forma completa los riesgos relativos a la compensación de instrumentos derivados negociados al margen de los mercados regulados (“over the counter”).

También pueden surgir otras cuestiones que sean específicas de la compensación y liquidación de instrumentos derivados. Hasta que el Grupo de Trabajo ofrezca más orientación, el evaluador deberá consultar los debates sobre esta cuestión en los Principios, Sección 13.11, y otros informes pertinentes de la OICV<sup>415</sup>. Además de la orientación de CSPL/OICV que se cita en el Cuadro I, bajo el Principio 29, se tratan cuestiones similares a las de los Asuntos clave 3, 2ª frase, 4, 5, 6 y 8. El evaluador también debe tener en cuenta que algunas cuestiones relativas al seguimiento de riesgos y aspectos de control que son pertinentes para los sistemas de compensación y liquidación en las transacciones con instrumentos derivados, como las relativas a las garantías (Principios, Sección 13.11.1) y ventas en descubierto y préstamo de valores (Principios, Sección 13.11.3), también se tratan en la metodología para el Principio 29.

Al evaluar un sistema de compensación y liquidación para transacciones con instrumentos derivados o cualquier otro sistema del que el riesgo de derivados sea un componente o la compensación se lleve a cabo a través de una entidad de contrapartida central, también deben considerarse las siguientes preguntas:

1. ¿Los sistemas de liquidación son simétricos, es decir, los pagos y cobros se gestionan de forma justa y simultánea de conformidad con los requisitos de garantías?
2. ¿Las garantías u otros requisitos están diseñados de forma que haya suficientes fondos como para cubrir los riesgos de negociación previsibles? ¿Las autoridades competentes revisan periódicamente las garantías para verificar su suficiencia?
3. ¿Son suficientes los mecanismos establecidos para reducir el riesgo asociado a la entrega de los valores, incluidas las ventas en descubierto y los préstamos de subyacentes o de otros valores relevantes?

---

<sup>414</sup> Ver la Recomendación 4 de CSPL/OICV y la anterior nota 2, que indica que en febrero del 2003 el Comité Técnico de la OICV autorizó al Grupo de Trabajo a desarrollar estándares para las ECC que serán aplicables tanto a las transacciones con valores como a las de instrumentos derivados.

<sup>415</sup> Por ejemplo, puede encontrarse información sobre las cuestiones clave 3, 2ª frase, 5, 6 y 8 en: *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, supra; Informe de la OICV N.º 50, *Report on Margin*, Comité Técnico de la OICV, marzo 1996; Informe de la OICV N.º 22, *Coordination Between Cash and Derivative Markets – Contract Design of Derivative Products on Stock Indices and Measures to Minimize Market Disruption*, Informe del Comité Técnico, octubre 1992; e Informe de la OICV N.º 96, *Securities Lending Transactions: Market Development and Implications*, informe conjunto del Comité Técnico de la OICV y el Comité sobre Sistemas de Pago y Liquidación del Banco de Pagos Internacionales, julio 1999.

En cuanto a la necesidad de evaluar el tratamiento de ganancias y pérdidas sobre posiciones compensadas a través de un sistema de compensación transacciones de instrumentos derivados:

- Los flujos de pagos en el contexto de los sistemas de liquidación de instrumentos derivados pueden darse en un contexto con oscilaciones en la liquidación al resolver ganancias o pérdidas en las posiciones, o en el contexto de los requisitos sobre garantías . Los flujos de pagos como consecuencia de las obligaciones de variación en la liquidación deben ser perfectamente simétricos, de forma que las pérdidas por liquidación de los miembros de la cámara de compensación se puedan aplicar contra las correspondientes ganancias de otros miembros simultáneamente.
- Un sistema simétrico supone el cómputo de las ganancias y pérdidas correspondientes a la variación en la compensación, y la generación de requerimientos de pago a los miembros de la cámara de compensación obligados a pagar sobre sus posiciones. Simultáneamente se deben abonar esas mismas cantidades en las cuentas de los miembros de la cámara de compensación que deban recibir pagos por sus posiciones. De esta manera, la cámara de compensación no tiene que asumir ningún riesgo de principal.

Se reconoce que el establecimiento de garantías adicionales para los miembros de la cámara de compensación pueden cambiar con arreglo a las condiciones del mercado o como consecuencia de distintos niveles de exposición al riesgo. En un mercado más inestable, las garantías adicionales pueden dar lugar a una entrada neta de fondos para la cámara, salvo que se reduzcan las posiciones abiertas . En estos casos, los pagos y cobros (para reintegros de los excesos de garantías y las entradas de efectivo pos garantías adicionales ) correspondientes a las garantías adicionales que se realicen de forma simultánea reducirán el riesgo de liquidez, pero no es probable que lo eliminen. También es posible que se combinen los flujos correspondientes a la variación de la liquidación y las garantías adicionales . En este caso, el exceso de garantías se podría aplicar, por ejemplo, contra posibles pérdidas por variaciones en la liquidación. Esto supondría el neteo de flujos de pagos opuestos, por variaciones en la liquidación y por garantías adicionales, con lo que se reducirían los requerimientos de liquidez. En estos casos, las instrucciones correspondientes a variaciones en la liquidación y a las garantías adicionales podrían combinarse.

*En lugar de establecer parámetros de referencia para el Principio 30 por separado, si un evaluador de la OICV tiene alguna pregunta concreta sobre puntos débiles que no está cubierta por la metodología de CSPL/OICV, deberá comunicar esta circunstancia a la jurisdicción objeto de evaluación en forma de comentario, y también a los evaluadores de los sistemas de liquidación, en su caso. Si las respuestas a las Preguntas clave que se indican aquí no son afirmativas, la evaluación también deberá identificar y explicar los puntos débiles resultantes, en forma de comentarios. Al hacerlo, se debe invitar al*

## PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

*regulador a describir la forma en que su sistema toma en consideración la complejidad del sistema o sistemas en cuestión*<sup>416</sup>.

---

<sup>416</sup> Cf. Principios, Sección 13.11.1. Por ejemplo, mecanismos sobre garantías cruzadas, vinculaciones, compensación de productos “over the counter”, compensación transfronteriza, etcétera. Si hay un sistema de compensación para transacciones con instrumentos derivados independiente del correspondiente a transacciones con valores, por ejemplo, deberán existir mecanismos para la transmisión puntual de la información de compensación y liquidación y su supervisión.

## MIEMBROS DEL COMITÉ DE IMPLANTACIÓN DE LA OICV

### *PRESIDENTE:*

Commodity Futures Trading Commission (Estados Unidos) ..... Andrea Corcoran

### *MIEMBROS:*

Australian Securities and Investments Commission..... Mark McGinness  
 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Alemania)..... Philipp Sudeck  
 Capital Markets Board (Turquía) ..... Adalet Demirçelik  
 Nevin Imamoglu  
 Comisión Nacional del Mercado de Valores (España)..... Juan Carlos Recoder  
 Paloma Portela  
 Comisión Nacional Bancaria y de Valores (México) ..... Enrique Nort  
 Omar Martinez  
 Comisión Nacional de Valores, Argentina ..... Emilio Ferré  
 Comissão do Mercado de Valores Mobiliarios (Portugal) ..... GonçaloCastilhos Santos  
 Celina Carrigy  
 Comissão de Valores Mobiliarios (Brasil) ..... Eduardo Manhães Gomes  
 Commission des Valeurs Mobilières du Québec (Canadá) ..... Marie-Noëlle Bérubé  
 Commission des Opérations de Bourse (Francia)..... Mohamed Ben Salem  
 Christophe Caillot  
 Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Italia)..... Carlo Biancheri  
 Nicoletta Giusto  
 Commodity Futures Trading Comisión (Estados Unidos)..... Robert Rosenfeld  
 Financial Services Agency (Japón) ..... Naohiko Matsuo  
 Hironobu Naka  
 Financial Services Authority, (Reino Unido) ..... Gerard Fitzpatrick  
 Financial Services Board (República Sudafricana)..... Robert Barrow  
 Gerry Anderson  
 Hellenic Capital Market Comisión (Grecia)..... Eleftheria Apostolidou  
 Vasiliki Galanopoulou  
 Jersey Financial Services Commission..... Richard Pratt  
 Monetary Authority of Singapore..... Shane Tregillis  
 Tan Beng Hwa  
 Securities and Exchange Board of India..... D. N. Ravel  
 Securities and Futures Comisión (Hong Kong)..... Alexa Lam  
 Securities and Exchange Comisión (Tailandia)..... Tipsuda Thavaramara  
 Securities and Exchange Comisión (Estados Unidos)..... Robert Strahota  
 Marianne Olson  
 Securities Comisión (Malasia)..... Ranjit Singh  
 Neetasha Rauf  
 Securities Commission, (Nueva Zelanda) ..... Jane Diplock

# MIEMBROS DEL COMITÉ DE IMPLANTACIÓN DE LA OICV

## *OBSERVADORES:*

Grupo del Banco Mundial ..... Melinda Roth  
Fondo Monetario Internacional ..... Jennifer Elliott

## *SECRETARÍA:*

OICV (Madrid)..... Philippe Richard  
..... Jean-Pierre Cristel  
..... Terry Hart