

Metodología

Para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO



OICU-IOSCO

ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES

FR08/11

SEPTIEMBRE DE 2011

[VERSIÓN REVISADA EN AGOSTO 2013]

Se pueden obtener ejemplares de las publicaciones en:

El sitio Web de la Organización Internacional de Comisiones de Valores: www.iosco.org.

© *Organización Internacional de Comisiones de Valores (2013). Todos los derechos reservados. Se podrán reproducir o traducir extractos cortos de este documento siempre que se indique su procedencia.*

ÍNDICE - LIBRO I¹

A.	PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR.....	5
B.	PRINCIPIOS DE AUTORREGULACIÓN.....	5
C.	PRINCIPIOS PARA EL CUMPLIMIENTO DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES	5
D.	PRINCIPIOS DE COOPERACIÓN EN LA REGULACIÓN	5
E.	PRINCIPIOS PARA LOS EMISORES.....	6
F.	PRINCIPIOS PARA LOS AUDITORES DE CUENTAS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y PARA OTROS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN	6
G.	PRINCIPIOS PARA LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA ..	6
H.	PRINCIPIOS PARA LOS INTERMEDIARIOS DE MERCADO.....	7
I.	PRINCIPIOS PARA LOS MERCADOS SECUNDARIOS.....	7
J.	PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COMPENSACIÓN Y LA LIQUIDACIÓN ..	7
I	INTRODUCCIÓN	8
A.	OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES	10
1.	Objetivos	10
2.	Análisis de los objetivos	10
B.	EL MARCO NORMATIVO	12
C.	ANTECEDENTES DE LOS PRINCIPIOS.....	13
D.	FINALIDAD CON LA QUE SE DESARROLLA UNA METODOLOGÍA DE EVALUACIÓN	14
E.	ALCANCE DE ESTA METODOLOGÍA Y ALCANCE PREVISTO DE LAS EVALUACIONES	15
F.	PROCESO Y MEDIDAS DE EVALUACIÓN	15
II	ANÁLISIS DE PRINCIPIO A PRINCIPIO	21
A.	PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR	21
1.	Preámbulo.....	21
2.	Ámbito de Aplicación.....	22
3.	Principios 1 a 8	23
B.	PRINCIPIO RELATIVO A LA AUTORREGULACIÓN	50
1.	Preámbulo.....	50
2.	Ámbito de aplicación.....	50
3.	Principio 9	51
C.	PRINCIPIOS RELATIVOS A LA SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN	58

¹ El Libro II es una compilación de Anexos relativos a la realización de evaluaciones preparada para los miembros de IOSCO. El Libro II no es de acceso público desde el sitio Web de IOSCO.

1.	Preámbulo.....	58
2.	Ámbito de aplicación.....	58
3.	Principios 10 a 12	60
D.	PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN.....	72
1.	Preámbulo.....	72
2.	Ámbito de aplicación.....	73
3.	Principios 13 a 15	74
E.	PRINCIPIOS RELATIVOS A EMISORES.....	90
1.	Preámbulo.....	90
2.	Ámbito de aplicación.....	91
3.	Principios 16 a 18	94
F.	PRINCIPIOS PARA LOS AUDITORES DE CUENTAS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y OTROS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN.....	113
1.	Preámbulo.....	113
2.	Ámbito de aplicación.....	114
3.	Principios 19 a 23	116
G.	PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y A LOS <i>HEDGE FUNDS</i> (FONDOS ALTERNATIVOS O DE COBERTURA).....	138
1.	Preámbulo.....	138
2.	Ámbito de aplicación.....	140
3.	Principios 24 a 28	143
H.	PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS INTERMEDIARIOS DE MERCADO	177
1.	Preámbulo.....	177
2.	Ámbito de aplicación.....	178
3.	Principios 29 a 32	180
I.	PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS MERCADOS SECUNDARIOS.....	202
1.	Preámbulo.....	202
2.	Ámbito de aplicación.....	204
3.	Principios 33 a 37	205
J.	PRINCIPIO RELATIVO A LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN	234
	Apéndice 1 - Marco jurídico	236

LISTA DE PRINCIPIOS

A. PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

1. Las responsabilidades del Regulador deben ser claras y deben ser establecidas de una manera objetiva.
2. Desde un punto de vista operativo, el Regulador debe actuar de forma independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y facultades.
3. El Regulador debe tener suficientes facultades, los recursos adecuados y la capacidad de desempeñar sus funciones y ejercer sus facultades.
4. El Regulador debe adoptar procesos en la regulación claros y coherentes.
5. El personal del Regulador debe respetar las normas éticas más estrictas, incluyendo unas normas de confidencialidad adecuadas.
6. El Regulador debe tener o contribuir al proceso para controlar, atenuar y gestionar el riesgo sistémico, acorde con su cometido.
7. El Regulador debe tener o contribuir al proceso de revisión del perímetro de regulación de forma periódica.
8. El Regulador debe tratar de asegurarse de que los conflictos de interés y la asimetría de incentivos sean evitados, eliminados, revelados o tratados de otra manera.

B. PRINCIPIOS DE AUTORREGULACIÓN

9. En caso de que el sistema normativo recurra a Organizaciones Autorreguladoras (SROs, por sus siglas en inglés) que ejerzan alguna responsabilidad de supervisión directa respecto a sus respectivas áreas de competencia, tales SROs deben someterse a la supervisión del regulador y deben observar las normas de justicia y confidencialidad en el ejercicio de sus facultades y responsabilidades delegadas.

C. PRINCIPIOS PARA EL CUMPLIMIENTO DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

10. El Regulador debe disponer de amplias facultades de inspección, investigación y vigilancia.
11. El Regulador debe tener amplias facultades para supervisar, inspeccionar y sancionar.
12. El marco regulatorio garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión y aplicación de la legislación así como la implantación de un procedimiento efectivo de su cumplimiento.

D. PRINCIPIOS DE COOPERACIÓN EN LA REGULACIÓN

13. El Regulador debe estar autorizado para compartir información tanto pública como confidencial con sus homólogos nacionales y extranjeros.
14. Los Reguladores deben establecer mecanismos de intercambio de información que indiquen cuándo y cómo van a compartir información tanto pública como confidencial con sus homólogos nacionales y extranjeros.

15. El sistema normativo debe permitir que se preste asistencia a los Reguladores extranjeros que necesiten realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y en el ejercicio de sus facultades.

E. PRINCIPIOS PARA LOS EMISORES

16. La divulgación de los resultados financieros, los riesgos y de cualquier otra información que sea importante para las decisiones de los inversionistas debe ser completa, precisa y oportuna.
17. Los accionistas (ó los titulares de acciones) de una sociedad deben ser tratados de una manera justa y equitativa.
18. Las normas de contabilidad utilizadas por las emisoras para formular sus estados financieros deben ser de una calidad alta y aceptable desde una óptica internacional.

F. PRINCIPIOS PARA LOS AUDITORES DE CUENTAS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y PARA OTROS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN

19. Los auditores de cuentas deben estar sometidos a unos niveles adecuados de supervisión.
20. Los auditores de cuentas deben ser independientes de la entidad emisora que auditen.
21. Las normas de auditoría deben ser de una calidad alta y aceptable desde una óptica internacional.
22. Las agencias de calificación crediticia deben estar sometidas a unos niveles adecuados de supervisión. El sistema normativo debe garantizar que las agencias de calificación crediticia, cuyas calificaciones sean utilizadas con fines reguladores, estén inscritas en un registro y se supervisen de forma continua.
23. Aquellas otras entidades que ofrezcan a los inversionistas servicios de análisis o de evaluación, deben ser supervisadas y reguladas de acuerdo con el impacto que sus actividades tengan en el mercado o con el grado en que el sistema normativo dependa de ellas.

G. PRINCIPIOS PARA LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA

24. El sistema normativo debe establecer normas para la admisibilidad, la gobernanza, la organización y el comportamiento operativo de quienes deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.
25. El sistema normativo debe proveer normas por las que se rijan la forma jurídica y la estructura de las instituciones de inversión colectiva, así como la separación y protección de los activos de los clientes.
26. La regulación debe exigir la divulgación de información, como se estableció en los Principios para las emisoras, que es necesaria para evaluar la conveniencia de una institución de inversión colectiva para un inversionista en particular y el valor de la participación del inversionista en dicha institución.
27. La regulación debe asegurarse de que exista un criterio adecuado y conocido de valoración de activos y para la fijación de precios y el reembolso de las participaciones en una institución de inversión colectiva.

28. La regulación debe garantizar que se supervise de forma adecuada a los *hedge funds* (fondos alternativos o de cobertura) y/o a sus gestores/asesores.

H. PRINCIPIOS PARA LOS INTERMEDIARIOS DE MERCADO

29. La regulación debe proveer unas normas mínimas de acceso para los intermediarios de mercado.
30. Deben existir unos requerimientos iniciales y permanentes de capital y otros requisitos prudenciales para los intermediarios de mercado, que reflejen los riesgos asumidos por los intermediarios.
31. Se debe requerir que los intermediarios del mercado tengan que establecer una función interna que se encargue del cumplimiento de las normas de organización interna y del comportamiento operativo, con el fin de proteger los intereses de los clientes y sus activos, y de garantizar una adecuada gestión del riesgo, a través de la cual la Dirección del intermediario asuma la responsabilidad principal de estas cuestiones.
32. Deben existir procedimientos para actuar en respuesta a la quiebra de un intermediario de mercado con el fin de reducir al mínimo los daños y las pérdidas para los inversionistas y de contener el riesgo sistémico.

I. PRINCIPIOS PARA LOS MERCADOS SECUNDARIOS

33. El establecimiento de los sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, debe estar sujeto a la autorización y la supervisión regulatorias.
34. Debe haber una supervisión regulatoria permanente de las bolsas y los sistemas de negociación, la cual debe tener como objeto garantizar el mantenimiento de la integridad de la negociación mediante reglas justas y equitativas que encuentren un equilibrio adecuado entre las exigencias de los distintos participantes en los mercados.
35. La regulación debe promover la transparencia de la negociación.
36. La regulación debe diseñarse para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales de negociación.
37. La regulación debe proponerse garantizar la adecuada gestión de los grandes riesgos, del riesgo de incumplimiento y de las perturbaciones de mercado.

J. PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COMPENSACIÓN Y LA LIQUIDACIÓN

38. Los sistemas de liquidación de valores y las contrapartes centrales de valores deben estar sometidos a requisitos regulatorios y de supervisión que estén diseñados para garantizar que tales sistemas y contrapartes centrales de valores sean justos, eficaces, eficientes y que reduzcan el riesgo sistémico.

TEXTOS INTERPRETATIVOS Y METODOLOGÍA PARA EVALUAR LA IMPLEMENTACIÓN DE LOS OBJETIVOS Y LOS PRINCIPIOS DE REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES DE IOSCO

I INTRODUCCIÓN

IOSCO es la organización internacional líder de reguladores de los mercados de valores². Entre sus miembros figuran actualmente organismos reguladores de más de 100 jurisdicciones, los cuales tienen bajo su responsabilidad ordinaria la regulación de los mercados de valores y la administración de la legislación de valores. Los miembros de IOSCO representan a un amplio espectro de mercados con diversos niveles de complejidad y desarrollo, de diferentes tamaños, que operan en distintos marcos culturales y legales.

Esta metodología se ha diseñado para proporcionar la interpretación de IOSCO de los *Objetivos y Principios de la Regulación de los Mercados de Valores* de la Organización Internacional de Comisiones de Valores ("Principios")³; y para servir como guía en la realización de una autoevaluación o de una evaluación externa del nivel de implementación de los Principios.

Los mercados de valores y de derivados son fundamentales para el crecimiento, el desarrollo y la fortaleza de las economías de mercado. Respaldan las iniciativas empresariales, financian la explotación de nuevas ideas y facilitan la gestión del riesgo financiero. Además, ya que los pequeños inversionistas están invirtiendo una proporción cada vez mayor de su dinero en fondos de inversión y otros instrumentos de inversión colectiva, los mercados de valores se han vuelto primordiales para la planificación financiera y los planes de jubilación de las personas.

Una regulación sencilla y eficaz y, a su vez, la confianza que de ella se deriva es importante para la integridad, el crecimiento y el desarrollo de los mercados de valores.⁴

En el Preámbulo de los Estatutos de IOSCO se establece que los reguladores de los mercados de valores acuerdan:

- cooperar en el desarrollo, la implementación y el fomento de la adhesión a unas normas de regulación, supervisión y cumplimiento coherentes e internacionalmente aceptadas para proteger a los inversionistas, mantener unos mercados justos, eficientes y transparentes y tratar el modo de abordar los riesgos sistémicos.
- mejorar la protección de los inversionistas y fomentar la confianza de los inversionistas en la integridad de los mercados de valores, a través del fortalecimiento del intercambio de información y de la cooperación contra las conductas indebidas y en la supervisión de los mercados y los intermediarios de mercado; e

² Por razones de comodidad, en esta Metodología se utilizará la expresión "mercados de valores", cuando el contexto lo permita, para referirse, de forma concisa, a los diversos sectores del mercado. Concretamente, debe considerarse, cuando el contexto lo permita, que hace referencia a los mercados de derivados. Cabe decir lo mismo del uso de la expresión "regulación de los mercados de valores". (Consúltense los Estatutos de IOSCO, Exposición de Motivos.)

³ *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Comité de Presidentes de IOSCO, junio de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>.

⁴ *Measures to Disseminate Stock Property*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, mayo de 1999, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD95.pdf>.

- intercambiar información a escala tanto mundial como regional sobre sus experiencias respectivas, con el fin de facilitar el desarrollo de los mercados, consolidar la infraestructura de los mercados y aplicar una regulación adecuada.

En los Estatutos de IOSCO también se expresa la intención de que los reguladores de los mercados de valores, tanto a nivel nacional como internacional, deben guiarse por una preocupación constante relativa a la protección de los inversionistas inversionistas

IOSCO reconoce que se necesitan unos mercados domésticos sólidos para consolidar una economía nacional desarrollada y que la negociación de valores nacional está cada vez más integrada en un mercado global.

Unos mercados financieros cada vez más globalizados e integrados plantean importantes retos a la regulación de los mercados de valores. Al mismo tiempo, los mercados, sobre todo algunos mercados emergentes, que han sido objeto de un fuerte crecimiento en los últimos años, han tenido tendencia a sentir los efectos de las interacciones transfronterizas y cruzadas de activos, y algunos de ellos también son proclives a mayores volatilidades a corto plazo tras crisis económicas o durante períodos de gran incertidumbre económica. Por tanto, en un entorno global e integrado, los reguladores deben ser capaces de evaluar la naturaleza de los comportamientos transfronterizos si tienen que garantizar la existencia de mercados justos, eficientes y transparentes.

Un mercado cada vez más global también trae consigo la creciente interdependencia de los reguladores. Debe haber vínculos estrechos entre los reguladores y tiene que existir la capacidad para hacer efectivos esos vínculos. Los reguladores también deben tener confianza entre sí. El desarrollo de estos vínculos y esta confianza se verá respaldado por el desarrollo de un conjunto común de principios rectores y de objetivos regulatorios compartidos. Unas normas regulatorias uniformemente estrictas y una cooperación internacional eficaz no sólo protegerán a los inversionistas, sino que también reducirán el riesgo sistémico.

Los reguladores deben estar preparados para hacer frente a los grandes retos planteados por la creciente importancia de la tecnología y, especialmente, por los avances en el ámbito del comercio electrónico.

La comunidad reguladora internacional debe proporcionar asesoramiento y un nivel de criterios con el que puedan medirse los avances hacia una regulación eficaz. IOSCO, como organización líder internacional de reguladores de los mercados de valores, asume la responsabilidad de contribuir al establecimiento de unas normas de regulación estrictas. Esta Metodología revisada pone de manifiesto el continuo compromiso de IOSCO con el establecimiento y el mantenimiento de unas normas regulatorias uniformemente estrictas para el sector de los valores.

Todos los temas abordados en esta Metodología ya han sido tratados en informes y Resoluciones de IOSCO.⁵ Los informes publicados por IOSCO y las Resoluciones aprobadas por sus miembros también son una valiosa fuente de información sobre los Principios que subyacen en una regulación de los mercados de valores eficaz y sobre las herramientas y técnicas necesarias para hacer efectivos esos Principios. Esta Metodología se basa, como fuente principal, en esos informes, ya que los informes de IOSCO proporcionan, por lo general, un tratamiento más detallado del tema en particular. En esta Metodología se hace referencia a informes y Resoluciones de IOSCO, que deben consultarse cuando se analicen temas concretos.

⁵ En el sitio Web de IOSCO: www.iosco.org, se encuentra publicada una lista completa de sus Documentos Públicos y Resoluciones.

A. OBJETIVOS DE LA REGULACIÓN DE LOS MERCADOS DE VALORES

1. *Objetivos*

Los tres objetivos fundamentales de la regulación de los mercados de valores de IOSCO son:

- **La protección de los inversionistas⁶;**
- **Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; y**
- **La reducción del riesgo sistémico.**

2. *Análisis de los objetivos*

Los tres objetivos están estrechamente relacionados y, en algunos aspectos, se solapan. Muchos de los requisitos que contribuyen a garantizar unos mercados justos, eficientes y transparentes también proporcionan protección a los inversionistas y ayudan a reducir el riesgo sistémico. De igual modo, muchas de las medidas que reducen el riesgo sistémico proporcionan protección para los inversionistas.

Además, algunos asuntos, como los programas de vigilancia intensiva y de cumplimiento normativo, hacer cumplir eficazmente las leyes, así como una estrecha cooperación con otros reguladores, son necesarios para hacer efectivos los tres objetivos.

Los objetivos de la regulación de los mercados de valores se describen más detalladamente a continuación. Esta Metodología analiza en mayor profundidad, en el contexto de las estructuras y los acuerdos de mercado reales, los medios para cumplir los objetivos articulados en los 38 Principios.

La protección de los inversionistas

Los inversionistas deben estar protegidos de prácticas engañosas, manipuladoras o fraudulentas, incluyendo la contratación de valores con información privilegiada, el *front running* (inversión ventajista) o negociar por encima de los intereses de los clientes, y el uso indebido de los activos de los clientes. Los inversionistas en los mercados de valores son especialmente vulnerables a las conductas irregulares de los intermediarios y de otras personas; a pesar de ello, la capacidad de acción de los inversionistas a nivel individual puede ser limitada. Los inversionistas deben tener acceso a un mecanismo neutral (como tribunales u otros mecanismos de solución de diferencias) o a medios de reparación e indemnización por conductas indebidas.

Por otra parte, el carácter complejo de las operaciones con valores y de los sistemas fraudulentos requiere hacer cumplir estrictamente la legislación de valores. En caso de que se produzca una infracción de la ley, los inversionistas deben ser protegidos haciendo cumplir estrictamente la ley.

La divulgación integral de cualquier información importante para las decisiones de los inversionistas es la forma más importante de garantizar la protección de los inversionistas. De ese modo, los inversionistas tienen una mejor capacidad para evaluar los riesgos y frutos potenciales de sus inversiones y para proteger así sus propios intereses. Como componentes esenciales de los requisitos de divulgación, deben aplicarse las normas de contabilidad y auditoría, que deben ser de una calidad alta y aceptables desde una perspectiva internacional.

⁶ A efectos de esta Metodología, el término "inversionista" incluye, en el caso de los mercados de derivados, el término "cliente".

Las únicas personas a las que se debe permitir ofrecer al público servicios de inversión, por ejemplo, como intermediarios de mercado u operadores de bolsas, deben ser personas con una licencia adecuada o debidamente autorizadas. Los requerimientos de capital inicial y permanente impuestos a esos titulares de licencias y a esas personas autorizadas deben estar diseñados para lograr un entorno en el que una sociedad de valores pueda atender las demandas actuales de sus contrapartes y, si es necesario, reducir paulatinamente su actividad sin pérdidas para sus clientes.

La regulación de los intermediarios de mercado debe ayudar a proteger a los inversionistas mediante el establecimiento de unas normas mínimas para los participantes en los mercados. Los inversionistas deben ser tratados de manera justa y equitativa por parte de los intermediarios de mercado, de acuerdo con unas normas que deben quedar recogidas en un código de conducta empresarial. La supervisión por parte de los reguladores debe incluir un sistema integral de inspección, vigilancia y programas de cumplimiento normativo.

La supervisión y la ejecución de las leyes de forma efectiva dependen de una estrecha cooperación entre los reguladores a escala nacional e internacional.

Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes

La equidad de los mercados está estrechamente vinculada a la protección de los inversionistas y, en particular, a la prevención de prácticas de negociación incorrectas. Las estructuras del mercado no deben favorecer indebidamente a algunos usuarios del mercado en detrimento del resto. La aprobación por el regulador de los operadores de bolsas y sistemas de negociación y de las normas de negociación contribuye a garantizar unos mercados justos.

La regulación debe detectar, disuadir y sancionar la manipulación del mercado y otras prácticas de negociación injustas. La regulación debe proponerse garantizar que se conceda a los inversionistas un acceso justo a los servicios del mercado y a la información del mercado o sobre precios. La regulación también debe promover unas prácticas de mercado que garanticen un tratamiento justo de las órdenes y un proceso de formación de precios que sea fiable.

En un mercado eficiente, la difusión de información pertinente se debe producir en el momento oportuno y de manera generalizada, lo cual se verá reflejado en el proceso de formación de precios. La regulación debe promover la eficiencia de mercado.

La transparencia puede definirse como el grado en que la información sobre la negociación (información tanto previa como posterior a las operaciones) se haga pública en tiempo real. La información previa a las operaciones se refiere a la publicación de ofertas, precios comprador y vendedor en firme como un medio para que los inversionistas puedan saber, con un cierto grado de certeza, si pueden contratar y a qué precios pueden hacerlo. La información posterior a las operaciones está relacionada con los precios y el volumen de todas las operaciones individuales realmente efectuadas. La regulación debe garantizar los máximos niveles de transparencia.

La reducción del riesgo sistémico

La reducción del riesgo sistémico está íntimamente vinculada a la protección del inversionista, si bien la aceptación de riesgos es esencial para un mercado activo y la regulación no debe reprimir innecesariamente la legítima aceptación de riesgos. Más bien, los reguladores deben promover y permitir la gestión eficaz de riesgos y garantizar que los requerimientos de capital y los demás requisitos prudenciales sean suficientes para afrontar una adecuada aceptación de riesgos, permitir la absorción de algunas pérdidas y controlar la aceptación de riesgos excesivos. Se requiere que exista un proceso eficiente y preciso de compensación y

liquidación, que sea correctamente supervisado y utilice herramientas de gestión de riesgos eficaces.

Deben existir acuerdos efectivos y jurídicamente seguros para manejar incumplimientos. Este es un asunto que se extiende más allá de la legislación de valores hasta las regulaciones que se refieren a la normatividad y trato jurídico de una jurisdicción

La inestabilidad puede ser el resultado de hechos sucedidos en otra jurisdicción o producirse en varias jurisdicciones, de modo que las respuestas de los reguladores a las perturbaciones de mercado deben tratar de facilitar la estabilidad a escala nacional y mundial a través de la cooperación y del intercambio de información.

Aunque no puede esperarse que los reguladores impidan la quiebra financiera de los intermediarios de mercado, la regulación debe intentar reducir el riesgo de quiebra (incluidos en los requerimientos de capital y de control interno).⁷ En caso de que se produzca, pese a todo, la quiebra financiera, la regulación debe tratar de reducir el impacto de esa quiebra y, en particular, intentar circunscribir el riesgo a la entidad quebrada.⁸ Por tanto, los intermediarios de mercado deben estar sujetos a unos requerimientos de capital y otros requisitos prudenciales adecuados y permanentes. Si es necesario, un intermediario debe ser capaz de reducir paulatinamente su actividad sin causar pérdidas a sus clientes y contrapartes ni causar daños sistémicos.

B. EL MARCO NORMATIVO

La regulación de los mercados de valores y de derivados es necesaria para la consecución de los tres objetivos fundamentales de IOSCO. No obstante, una regulación inadecuada puede imponer una carga injustificada a los mercados e inhibir el crecimiento y el desarrollo del mercado.

En toda esta Metodología subyace la creencia de que la regulación debe facilitar la formación de capital y el crecimiento económico. En el contexto de la regulación, también debe haber un reconocimiento de las ventajas de la competencia en el mercado.

Es posible identificar los atributos generales de una regulación eficaz que sean compatibles con un sólido crecimiento económico:

- no debe haber barreras innecesarias a la entrada y salida de los mercados y de los productos;
- los mercados deben estar abiertos a la gama más amplia de participantes que cumplan los criterios de entrada establecidos;
- al diseñar la política, los organismos reguladores deben considerar el impacto de los requisitos impuestos.
- debe haber una carga regulatoria idéntica sobre todos aquellos que contraigan un compromiso o una promesa financieros concretos.

⁷ Consúltese *Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets - Interim Report*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD80.pdf>; y *Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, noviembre de 1999, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD99.pdf>.

⁸ Consúltese *Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 1999, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD98.pdf>.

Con carácter más general, debe existir un marco legal y contable adecuado y eficaz dentro del cual puedan funcionar los mercados de valores y de derivados. La legislación y regulación de los mercados de valores no pueden existir aisladas de otras leyes; debe haber unos requisitos legales, contables y de auditoría adecuados y eficaces en una jurisdicción. Ello puede incluir documentos marco, tales como una constitución o, en su caso, una carta fundacional.

Las cuestiones que IOSCO considera de especial importancia en el marco legal de una jurisdicción se exponen en el Apéndice 1. Este Apéndice no pretende dar una lista exhaustiva de las cuestiones que se abordarán en la legislación nacional, sino más bien identificar algunas cuestiones que afecten especialmente a los mercados de valores.⁹

El marco contable y de auditoría también puede considerarse un aspecto del marco legal, aunque sea el objeto (en particular, la formulación de estados financieros y la independencia del auditor de cuentas) de Principios específicos y se examinan en la Parte II, Principios 18 y 21, respectivamente, de esta Metodología.

C. ANTECEDENTES DE LOS PRINCIPIOS

Los Principios exponen un amplio marco general para la regulación de los mercados de valores, la cual incluye la regulación de: (i) los mercados de valores; (ii) los intermediarios que operan en esos mercados; (iii) las emisoras de valores; (iv) las entidades que ofrecen a los inversionistas servicios analíticos o de evaluación, como las agencias de calificación crediticia; y (v) la venta de intereses en instituciones de inversión colectiva y la gestión y explotación de instituciones de inversión colectiva.

Los Principios fueron aprobados, por primera vez, por el Comité de Presidentes de IOSCO con ocasión de la Conferencia Anual de IOSCO celebrada en septiembre de 1998.¹⁰ Los Principios fueron aprobados como "una valiosa fuente de información sobre los principios subyacentes en una regulación de los mercados de valores eficaz y sobre las herramientas y técnicas necesarias para hacer efectivos esos Principios..." El Comité de Presidentes consideró, además, que: "unos mercados domésticos justos, eficientes y sólidos constituyen los componentes esenciales de muchas economías nacionales y que los mercados de valores nacionales están integrándose cada vez más en un mercado global. Los Objetivos y Principios animan a los países a mejorar la calidad de sus sistemas normativos de valores; y los Objetivos y Principios representan el consenso internacional sobre unos principios y prácticas prudenciales sensatos para la regulación de los mercados de valores". Estas declaraciones siguen siendo ciertas en el caso de los mercados de hoy en día.

En 2003, los Principios fueron revisados y se aprobó una Metodología detallada para evaluar la implementación de los Principios. En 2010, el Comité de Presidentes de IOSCO aprobó un

⁹ Además, unas prácticas sensatas de gobierno corporativo son una importante protección adicional de los intereses de los accionistas. El gobierno corporativo puede abordarse mediante leyes o reglas de admisión a cotización en bolsa o un código de conducta, estando los detalles a este respecto fuera del ámbito de aplicación de esta Metodología (consúltese también el Anexo I). Consúltese asimismo el documento de la Organización de Cooperación y de Desarrollo Económicos *OECD Principles of Corporate Governance* en <http://www.oecd.org/pdf/M00008000/M00008299.pdf>.

¹⁰ En la misma sesión, IOSCO indicó que se alegraba de los esfuerzos de otros grupos para fortalecer los mercados financieros y mejorar el nivel de protección de los inversores, en particular, los trabajos de las economías del G-22 relacionados con la mejora de la transparencia y la divulgación de información, el fortalecimiento de los sistemas financieros de las economías nacionales y a escala mundial. Consúltese asimismo la *Resolution of the Presidents' Committee on IOSCO Adoption of the Objectives and Principles of Securities Regulation*, septiembre de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES16.pdf>.

conjunto revisado de 38 Principios, basándose en los avances en la regulación de los mercados de valores y en las lecciones aprendidas de la crisis financiera mundial que empezó en 2007.

Las Resoluciones de IOSCO, que dan contenido a los Principios de IOSCO redactados de una manera más general, y los mencionados informes de IOSCO son una valiosa fuente de información, que debe consultarse, sobre los Principios y las herramientas y técnicas para lograr su implementación.¹¹

Los Principios de IOSCO son uno de los principales códigos y normas (incluidos los de compensación y liquidación) destacados por el Consejo de Estabilidad Financiera como esenciales para unos sistemas financieros sólidos y merecedores de una implementación prioritaria.¹² Una pauta adicional sobre cómo aplicar los Principios conforme a la presente Metodología ayuda a cumplir los objetivos generales de IOSCO tal como se expresan en sus Estatutos, en particular, que las autoridades financieras deben cooperar para garantizar una mejor regulación de los mercados a nivel nacional e internacional mediante el establecimiento de normas, entre otras cosas.

Poco tiempo después de su publicación inicial, los Principios fueron la base de una amplia labor de autoevaluación dirigida por IOSCO¹³, y siguen siendo utilizados por el Banco Mundial y el Fondo Monetario Internacional (en lo sucesivo denominados conjuntamente como las IFIs o las Instituciones Financieras Internacionales) en el Programa de Evaluación del Sector Financiero.¹⁴ En la sección F se puede encontrar más información sobre el proceso de evaluación.

D. FINALIDAD CON LA QUE SE DESARROLLA UNA METODOLOGÍA DE EVALUACIÓN

Los Principios de IOSCO se elaboraron en un nivel conceptual amplio para dar cabida a las diferencias en las leyes, el marco normativo y las estructuras de mercado entre sus

¹¹ En el sitio Web en Internet de IOSCO http://www.iosco.org/library/figura_una_lista_numérica_completa_de_las_Resoluciones_y_Documentos_Públicos_de_IOSCO, catalogados por referencia al mes y año de su publicación.

¹² <http://www.financialstabilityboard.org/cos/index.htm>. El Consejo de Estabilidad Financiera (FSB) se ha establecido como sucesor del Foro de Estabilidad Financiera (FSF, ambos por sus siglas en inglés) para coordinar a escala internacional la labor de las autoridades financieras nacionales y los organismos internacionales de normalización, y para diseñar y promover la aplicación de unas políticas regulatorias, de supervisión y otras políticas del sector financiero eficaces en pro de la estabilidad financiera. Reúne a las autoridades nacionales responsables de la estabilidad financiera de 24 países y jurisdicciones, instituciones financieras internacionales, agrupaciones internacionales de reguladores y supervisores específicos del sector y comités de expertos de bancos centrales. IOSCO ha contribuido activamente a la labor del FSB, previamente a la del FSF, que ha instado a que las autoridades nacionales asuman un compromiso con la aplicación de las 12 normas y códigos clave.

¹³ Esta actividad implicó el diseño y la ejecución por los Miembros de IOSCO de las seis encuestas siguientes: una encuesta de alto nivel acerca de la opinión del regulador sobre el nivel de implantación de cada Principio en su jurisdicción y cinco encuestas más detalladas para obtener información que pueda facilitar la documentación de que, en efecto, los Principios se han implementado; tales Principios están relacionados con el regulador (incluida la exigencia de su aplicación y la cooperación), los emisores, las instituciones de inversión colectiva, los intermediarios de mercado y los mercados secundarios. También se llevó a cabo una actividad de control a través de los comités regionales de IOSCO dirigida por los coordinadores regionales. Esta actividad proporcionó información sobre hasta qué punto las respuestas de cada una de las jurisdicciones a estas encuestas fueron claras, completas y coherentes. Este proceso dio lugar a la publicación de la Metodología inicial en octubre de 2003.

¹⁴ El Programa de Evaluación del Sector Financiero (FSAP, por sus siglas en inglés) conjunto entre el Banco Mundial y el FMI, iniciado en abril de 1999, trata de diagnosticar posibles puntos vulnerables y analizar las prioridades de desarrollo en los sectores financieros de los países miembros de las IFIs y de otras jurisdicciones.

jurisdicciones Miembro. Al elaborar los Principios, IOSCO concluyó que debía evitar ser excesivamente prescriptivo en sus requisitos y, al mismo tiempo, proporcionar suficiente orientación sobre los elementos fundamentales de un marco normativo esencial para las actividades con valores.

Los Comités Ejecutivos, Técnicos y de Mercados Emergentes de IOSCO aprobaron el diseño de la referencia para la evaluación de los Principios de IOSCO con ocasión de la Conferencia Anual de IOSCO celebrada en Estambul en mayo de 2002. Estos Comités acordaron que los criterios por los que se establecen la referencia deben ser tan objetivos como sea razonablemente posible y deben permitir al evaluador asignar una calificación de evaluación. Se ha mantenido este enfoque y ha sido aplicado a los nuevos Principios. Además, se analizó la descripción detallada de los Principios existentes y, en caso necesario, se actualizó como parte de la revisión de 2010.

Esta Metodología reúne los aspectos clave pertinentes para la implementación de los Principios. También explica cómo pueden implementarse los Principios de forma práctica y proporciona referencias por las cuales se puede evaluar el nivel de implementación. Se basa, aunque sin ampliarlas, en las correspondientes Resoluciones e Informes de IOSCO, que son los documentos básicos que deben utilizar los miembros de IOSCO que busquen más información.

E. ALCANCE DE ESTA METODOLOGÍA Y ALCANCE PREVISTO DE LAS EVALUACIONES

Se pretende aplicar esta Metodología a los mercados de valores, a los intermediarios, a los proveedores de servicios de información (como las agencias de calificación crediticia) y a los productos abordados por los Principios, y que tenga en cuenta la configuración real de los mercados, la etapa de su desarrollo y su participación en ellos.

La expresión "mercados de valores" se utiliza, cuando el contexto lo permita, para referirse, de manera concisa, a los diversos sectores del mercado, incluidos los mercados de derivados que sean valores. El mismo criterio interpretativo es aplicable al uso de la expresión "regulación de los mercados de valores."¹⁵ Los Principios no se han adaptado específicamente, sin embargo, para abordar todas las cuestiones que sean propias de los mercados de derivados. En consecuencia, a la hora de determinar si el contexto permite la aplicación de un Principio a los productos derivados, los evaluadores deben tener en cuenta las diferencias funcionales entre los valores y los productos derivados, el tratamiento legal de los valores y los productos derivados en la jurisdicción en cuestión.

La Metodología no es de aplicación a otros mercados, como por ejemplo a los mercados de divisas, lingotes o materias primas, salvo en la medida en que los intermediarios de valores operen para los clientes en esos mercados. La Metodología también incluye información sobre el marco legal pertinente para la consecución de los objetivos abordados por los Principios¹⁶.

F. PROCESO Y MEDIDAS DE EVALUACIÓN

Su aplicación fue concebida para ser un proceso dinámico y constructivo para la mejora regulatoria

La evaluación no es un fin en sí misma. Más bien, la evaluación debe considerarse principalmente como una herramienta para identificar posibles lagunas, contradicciones,

¹⁵ Véase la nota 2 anterior.

¹⁶ Véase el Apéndice 1 de esta Metodología.

puntos débiles y áreas en las que puedan ser necesarios poderes o facultades adicionales, y como un criterio para configurar prioridades de mejoras o reformas de las leyes, normas y procedimientos existentes. Esta Metodología contempla concretamente que el proceso de evaluación implicará un diálogo en el que el regulador explicará los detalles de su estructura de mercado, las leyes y el programa regulatorio y la manera en que, en vista de ello, el regulador considera que su programa regulatorio da respuesta a las Cuestiones Clave y los Temas Clave para poder cumplir los objetivos de los Principios.

En este sentido, IOSCO ha dejado claro que los Principios no pretenden ser una lista de comprobación pura check list y que el regulador y los evaluadores tendrán que aplicar su propio criterio cuando utilicen la Metodología como una herramienta, en particular cuando estén evaluándose las Cuestiones relativas a la suficiencia de un programa, de los recursos o el grado de cumplimiento de un determinado Principio.

La idoneidad de la implementación depende del nivel de desarrollo y complejidad del mercado

A menudo no hay un único enfoque correcto respecto a un tema regulatorio. La legislación y las estructuras regulatorias varían entre diferentes jurisdicciones y reflejan las condiciones del mercado local y su desarrollo histórico. La forma concreta en que una jurisdicción implementa los Objetivos y Principios descritos en esta Metodología debe tener en cuenta todo el contexto nacional, incluido el correspondiente marco legal y comercial. El evaluador debe ser consciente de la estructura legal básica de una jurisdicción, incluyendo su derecho civil, comercial y penal.

Consecuentemente, esta Metodología no debe interpretarse como limitadora de las técnicas o acciones específicas que puedan llevarse a cabo para lograr una regulación de los mercados de valores sólida, siempre que se cumplan los objetivos de los Principios. En consecuencia, para aplicar esta Metodología de una manera que refleje adecuadamente la naturaleza de la situación del mercado en la jurisdicción que esté evaluándose, será necesario proporcionar, u obtener, una descripción completa y clara de los mercados de capitales de una jurisdicción como parte de cualquier evaluación. Los mercados con un solo emisor o con pocos emisores, que tengan una naturaleza totalmente nacional o que sean predominantemente institucionales, plantearán cuestiones y temas en cuanto a la suficiencia de la aplicación de los Principios y en cuanto a los posibles puntos vulnerables que puedan derivarse de su falta de aplicación, diferentes de las jurisdicciones donde haya un gran número de participantes minoristas, donde los intermediarios sean frecuentemente parte de grupos complejos, las emisoras estén presentes en otras jurisdicciones, o los mercados tengan otros componentes internacionales o transfronterizos.

Por tanto, una jurisdicción podría convencer a un evaluador de que su enfoque, aun cuando no esté expresamente descrito en la Metodología, cumple, no obstante, los objetivos de un Principio en particular. Del mismo modo, una jurisdicción podría documentar que la aplicación de un determinado enfoque no era aplicable al sistema de negociación particular, pero que los objetivos de integridad del mercado, por ejemplo, se cumplieron por otros medios. En general, este tipo de margen para la explicación suele quedar recogido en las propias Cuestiones Clave o en las Notas Explicativas o el Ámbito de Aplicación. En consecuencia, los evaluadores deben explicar, en todas las circunstancias, las razones por las que se alcanzaron esas conclusiones, en cuanto a si una Cuestión Clave está respondida satisfactoriamente, por qué se respondió con un "Sí" a pesar de la presencia de algunas deficiencias, por qué se respondió con un "Sí" basándose en un medio alternativo para alcanzar los objetivos establecidos en los Temas Clave y las Cuestiones Clave relacionadas o

por qué se cree que una determinada Cuestión Clave no es aplicable o significativa en las circunstancias de una jurisdicción en particular.

El regulador debe revisar frecuentemente la forma particular en que se lleva a cabo la regulación de los mercados de valores, ya que los propios mercados se encuentran en un estado constante de desarrollo, por lo que el contenido de la regulación de una jurisdicción también debe cambiar si se desea que continúe facilitando y regulando adecuadamente unos mercados en constante evolución.

Manera de usar la Metodología

Esta Metodología aborda en profundidad cada uno de los Principios. Proporciona un texto interpretativo de los Principios; expone los Temas Clave tratados en cada Principio; establece las Cuestiones Clave pertinentes para evaluar el modo en que la jurisdicción está abordando los Temas Clave; en caso necesario, proporciona notas explicativas; y también las Referencia para evaluar el nivel de implementación.

Esta Metodología prevé que el evaluador establecerá los criterios para comprobar si el objetivo del Principio se ha cumplido satisfactoriamente desde dos perspectivas:

- (i) *Desde una perspectiva legal (o de diseño)*, mediante la identificación de los poderes y facultades conferidos al regulador, las disposiciones pertinentes de las leyes, normas y regulaciones aplicables, y los programas o procedimientos destinados a ponerla en práctica, que constituyen el marco de regulación de los mercados de valores en la jurisdicción.
- (ii) *Desde la perspectiva del ejercicio de esos poderes y facultades en la práctica*, mediante o bien la documentación o bien la medición; por medio de estadísticas, entrevistas con los reguladores, las empresas reguladas y los participantes en los mercados, y otros métodos, de cómo están ejercitándose los poderes y responsabilidades recogidos en las leyes, normas y regulaciones y si está haciéndose cumplir el correspondiente marco de una manera eficaz. Se entiende que, a la hora concretamente de juzgar la eficacia del marco desde una perspectiva legal, es importante comprender la estructura legal básica de la jurisdicción y, desde una perspectiva empírica, es necesario diseñar meticulosamente los procesos de identificación de hechos.

En caso de que las empresas, productos u operaciones estén exentos de requisitos regulatorios o de que el regulador tenga el poder de conceder tales exenciones, la razón por la que se otorga la exención y el proceso por el cual se otorga deben ser transparentes; deben dar resultados similares a aquellas personas o grupos de circunstancias en una situación similar, y ser explicables en el contexto de los Principios.

La capacidad de comprobar la aplicación de los Principios estará lógicamente limitada por el alcance de la investigación, la necesidad del asesor de basarse, en algunos aspectos, en información estadística y anecdótica y por el hecho de que la implementación se referirá a un momento concreto en lugar de ser continuada o periódica. En general, una evaluación del nivel de implementación de los Principios sólo evalúa la calidad de la regulación de los mercados de valores en una jurisdicción. Puede haber otros factores (como el clima económico y político) que afecten a la dotación sistemática de un sistema normativo justo y equitativo. No cabe esperar que una evaluación de la implementación dé garantías contra una quiebra del sistema político o económico u ofrezca la posibilidad de que pueda sortearse un sólido marco normativo.

Algunos de los Principios deben evaluarse junto a otros. La Metodología proporciona más detalles a este respecto.

Los evaluadores que apliquen esta Metodología deben consultar las respuestas de la jurisdicción evaluada a las Cuestiones Clave como un primer paso en la realización de una evaluación.¹⁷

Al asignar una calificación de evaluación, el evaluador debe ser consciente de que los Principios respecto al regulador y a la Supervisión, Inspección y Sanción y Cooperación¹⁸ deben considerarse aplicables a todas las jurisdicciones, independientemente de que tengan un mercado o no. En cambio, puede que los demás Principios relacionados con las funciones regulatorias no se apliquen a algunas jurisdicciones.

Por ejemplo, si una jurisdicción no tiene ni permite un acceso directo a un mercado secundario, puede que las disposiciones relativas a los mercados secundarios no sean aplicables. Sin embargo, incluso en una jurisdicción sin su propio mercado secundario, debe haber leyes que permitan que la jurisdicción luche contra la contratación basada en información privilegiada o contra otras malas conductas de mercado que tengan origen en su jurisdicción y afecten a otras jurisdicciones.

Medidas de evaluación

La Metodología establece una guía clara sobre las Cuestiones Clave que deben responderse en sentido afirmativo para que una jurisdicción obtenga la calificación de *Completamente, Ampliamente o Parcialmente Implementado* (consúltese más adelante una explicación de estas medidas de evaluación). Se entiende que, en los casos en que una Cuestión Clave sea aplicable, el hecho de responder "sí" o bien "no" a las Cuestiones Clave utilizadas para comprobar la implementación debe complementarse con explicaciones que afinen y expliquen el estado de la implementación en el contexto de una jurisdicción en particular y que las respuestas podrían ser matizadas para explicar cualquier desviación respecto a una respuesta con un "sí" o un "no" rotundo.

No obstante, los evaluadores deben considerar la importancia relativa de los eventuales puntos débiles y la aplicabilidad a la jurisdicción de las Cuestiones Clave cuando realicen una evaluación del cumplimiento de Cuestiones Clave individuales. Cuando una Cuestión Clave se refiera a la existencia de determinados poderes o facultades, la opinión sobre la implementación será, por lo general, especificada de manera precisa, con la única limitación impuesta por su aplicabilidad. En cambio, en el caso de que una Cuestión Clave aborde la suficiencia de recursos o la suficiencia de la aplicación de un sistema de supervisión, inspección y sanción, o el cumplimiento eficaz de determinadas funciones regulatorias, es posible que la jurisdicción y el evaluador necesiten formarse una opinión acerca de la suficiencia del programa o de los recursos relacionados o del grado de cumplimiento.

Aunque la Metodología contempla que se debe aplicar el propio criterio a la hora de asignar categorías de evaluación en estas circunstancias, dentro de la gama entre *Parcialmente y Completamente Implementado*, los motivos de tales opiniones deben ser expresados en relación con las Cuestiones Clave, los criterios de evaluación en las referencias y los objetivos relacionados de regulación expresados en los Temas Clave, y tales motivos deben estar documentados.

¹⁷ Véase la nota 9 anterior.

¹⁸ Los Principios de Ejecución y Cooperación reflejan las disposiciones del Memorando de Entendimiento Multilateral de IOSCO, que se ha convertido en un referente entre los reguladores de valores a escala internacional.

También se prevé que se comprobará el estado de implementación en un momento concreto, es decir, el momento de la evaluación. Cuando se planeen cambios, la forma en que esos cambios implementen adicionalmente los Principios, el calendario de su implementación y el carácter razonable del calendario deben quedar reflejados en los comentarios, aunque no deben alterar la asignación de una calificación de evaluación.

Cuando se haya adoptado recientemente una nueva legislación, nuevos programas o procedimientos y no se haya comprobado su aplicación, la jurisdicción sólo podrá recibir un estado *Completamente Implementado* en lo que se refiere a disponer de las facultades necesarias y/o al diseño de los programas necesarios para cumplir el Principio afectado y no por la completa implementación de las facultades o del programa diseñado para ejercitar tales facultades¹⁹. Además, el hecho de no ejercer realmente las facultades o de no aplicar el programa, independientemente de lo bien diseñado que esté, también puede implicar una evaluación de la existencia de las facultades.

Después de haber respondido a todas las Cuestiones Clave de un Principio, los evaluadores establecen la calificación de evaluación de acuerdo con las referencias de los Principios. Una vez establecida, los evaluadores deben ver si esta calificación está en consonancia con su apreciación general del sistema normativo en relación con el Principio en cuestión. Si no es así, los evaluadores podrán decidir, basándose en una explicación clara, rebajar o aumentar la calificación en una categoría.

Cuando el resultado de la evaluación de un marco normativo sea *Ampliamente Implementado*, *Parcialmente Implementado* o *No Implementado* respecto a un determinado Principio, deben proponerse recomendaciones para conseguir la implementación completa. En caso de que una jurisdicción haya adoptado una nueva legislación o nuevos procedimientos, pero todavía no hayan entrado en vigor, el evaluador podrá citarlos en sus recomendaciones.

Categorías de evaluación

Completamente Implementado: un Principio se considerará Completamente Implementado cuando todos los criterios de evaluación (como se hayan especificado en la referencia) sean generalmente satisfechos sin detectarse deficiencias significativas.

Ampliamente Implementado: Un principio será considerado como ampliamente implementado cuando una jurisdicción no puede responder afirmativamente a key questions de un principio particular siempre que ello esté limitado a ciertas excepciones dentro del principio ampliamente implementado y siempre que esas excepciones no afecten sustancialmente, a juicio del evaluador, a la idoneidad general de la regulación que el principio pretende abordar adecuadamente.

Parcialmente Implementado: un Principio se considerará Parcialmente Implementado cuando los criterios de evaluación establecidos en el parámetro Parcialmente Implementado para ese Principio sean generalmente satisfechos sin detectarse deficiencias significativas.

No Implementado: un Principio se considerará No Implementado cuando se encuentren graves deficiencias a la hora de cumplir los criterios de evaluación especificados en el parámetro No Implementado.

No Aplicable: un Principio se considerará No Aplicable cuando no aplique, dada la naturaleza del mercado de valores en la jurisdicción y teniendo en cuenta las correspondientes

¹⁹ No obstante, si el anterior programa del regulador hubiese recibido una calificación *Completamente Implementado* y el nuevo programa sería una mejora, la jurisdicción debe tener la oportunidad de demostrarlo y no debe ser castigada por mejorar su programa.

INTRODUCCIÓN

consideraciones estructurales, legales e institucionales. No se indican para cada Principio los criterios que definen esta calificación de evaluación.

II ANÁLISIS DE PRINCIPIO A PRINCIPIO

A. PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

1. *Preámbulo*

En esta Metodología, el regulador hace referencia a la autoridad o a las autoridades responsables de regular, vigilar y supervisar los mercados de valores y/o de derivados ("regulador"). La(s) autoridad(es) responsable(s) o competente(s) es/son la(s) que tiene(n) la competencia sobre cada una de las cuestiones abordadas en los Principios y en esta Metodología dentro de los siguientes epígrafes: Emisores, Auditores de Cuentas; Agencias de Calificación Crediticia y Otros Proveedores de Servicios de Información; Instituciones de Inversión Colectiva, Intermediarios de Mercado; y Mercados Secundarios (incluyendo compensación y liquidación), y puede(n) incluir otros organismos encargados de supervisar, inspeccionar y sancionar, gubernamentales y reguladores.

Los Principios no prescriben una estructura específica para el regulador.

En esta Metodología, el término "regulador" se utiliza de forma concisa.

No es necesario que haya un único regulador. En muchas jurisdicciones, los atributos aconsejables del regulador expuestos en los Principios son, en realidad, la responsabilidad compartida de dos o más agencias gubernamentales o cuasigubernamentales con poderes gubernamentales.

Los Principios establecen los atributos aconsejables de un regulador. Un regulador independiente y responsable con las facultades y recursos es esencial para garantizar el cumplimiento de los tres objetivos básicos de la regulación de los mercados de valores. Los Principios consideran que la labor de supervisión, inspección y sanción y supervisión del mercado del regulador y la necesidad de una estrecha cooperación entre los reguladores son esenciales para el cumplimiento de la función regulatoria. El papel potencial de las organizaciones autorreguladoras y los atributos aconsejables de esas organizaciones se abordan, por separado, en el Principio 9.

Los reguladores también tienen un importante papel que desempeñar en el control, la atenuación y la gestión del riesgo sistémico, en la revisión periódica del perímetro de regulación y en abordar los conflictos de intereses y la asimetría de incentivos.

El regulador y la eficacia de sus acciones deben evaluarse en el contexto del marco normativo y del sistema legal de la jurisdicción que se esté evaluando. El regulador también debe evaluarse teniendo en cuenta la situación y la fase de desarrollo del mercado del país evaluado (véase la Introducción de esta Metodología).

En la medida en que los objetivos o tareas tengan que ser cumplidos o que las facultades hayan de ser ejercitadas por el "regulador", debe considerarse que una jurisdicción ha implementado los Principios siempre que una de las autoridades competentes pueda cumplir cada objetivo, tarea individual o ejercitar una facultad concreta, incluso si los diversos objetivos, tareas o los diferentes poderes los cumplen o ejercitan diferentes autoridades encargadas de supervisar, inspeccionar y sancionar, gubernamentales y reguladoras.

Los Principios 1 a 5 están íntimamente interrelacionados con los principios 10 a 15. Por tanto, las evaluaciones de estos Principios deben ser coherentes. Por ejemplo, debe ser imposible concluir que el Principio 3 está completamente implementado si el regulador no está dotado de completos poderes de vigilancia tal como se exige en virtud del Principio 10.

En todos los casos, los reguladores deben ser responsables de emitir e implementar las normas y regulaciones necesarias para cumplir los principales objetivos básicos de la regulación de los mercados de valores, de controlar si se cumplen los objetivos y de adoptar medidas de supervisión, inspección y sanción u otras medidas oportunas cuando haya una vulneración o incumplimiento de los requisitos regulatorios en el contexto de su propio marco legal y regulador. También debe exigirse a los reguladores que apliquen el marco normativo de una manera responsable, justa y eficaz.

2. *Ámbito de Aplicación*

El evaluador debe hacerse una idea general completa del sistema normativo de una determinada jurisdicción. Dado que la responsabilidad de la regulación de los mercados de valores puede ser compartida por más de una autoridad competente, el evaluador debe obtener información que refleje la estructura, los poderes, el alcance de la responsabilidad y las actividades de cada autoridad. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones los intermediarios de mercado distintos de las sociedades de valores, por ejemplo, los bancos o las entidades de crédito, los proveedores de seguros; y los fondos de pensiones y jubilación, pueden participar en las actividades con valores anteriormente enumeradas, pero pueden estar sujetos a una autoridad reguladora diferente respecto a todas o algunas de sus actividades.

Cuando haya más de una autoridad responsable, el evaluador debe obtener una descripción de la división de responsabilidades con respecto a cada una de las áreas funcionales de regulación arriba señaladas y los detalles de los acuerdos de cooperación entre las autoridades.

El reparto de tareas en el sistema normativo también debe tenerse en cuenta al evaluar los Principios 6-7. En lo que respecta al Principio 8, el evaluador debe ver si el regulador ha identificado y evaluado el grado en que existe conflicto y determinar el grado en que puede ser necesaria regulación para asegurar que el conflicto sea evitado, eliminado, revelado o gestionado de otra manera.

3. *Principios 1 a 8*

Principio 1 Las responsabilidades del Regulador deben ser claras y deben ser establecidas de una manera objetiva

A menos que las responsabilidades del regulador sean establecidas de manera clara y objetiva, puede que los inversionistas y los participantes en los mercados tengan dudas sobre el grado en el que el regulador es capaz de proteger la integridad del mercado a través de una supervisión justa y eficaz. Cuando exista esta incertidumbre, la preocupación por la integridad del mercado puede convertirse en un vaticinio que contribuye a su propio cumplimiento, perjudicando a todos los participantes en los mercados. Por tanto, la capacidad del regulador para actuar de manera responsable, justa y eficaz se ve facilitada por una definición clara de las responsabilidades, establecidas preferentemente por ley, así como por una estrecha cooperación entre reguladores responsables, a través de los canales adecuados.

Los atributos aconsejables de un regulador incluyen una estructura organizativa y unos poderes que le permitan alcanzar 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 posibilitan el funcionamiento del regulador demuestran, y cómo lo hacen, que el regulador pueda desempeñar sus funciones de acuerdo con los procedimientos y objetivos predefinidos por el marco normativo pertinente. El evaluador también debe evaluar si los acuerdos existentes demuestran la capacidad del marco normativo para crear y aplicar un sistema concebido para proteger a los inversionistas, ofrecer mercados justos, eficientes y transparentes y reducir el riesgo sistémico.

El paquete de productos y servicios ofrecidos pueden ser de tal naturaleza que un único producto o servicio presente características tradicionalmente asociadas con, al menos, dos de las siguientes actividades: valores, banca y seguros. La legislación debe ser diseñada de tal modo que se garantice que cualquier división de responsabilidades entre los reguladores del sector financiero evite lagunas o injusticias. En caso de que haya una división de responsabilidades regulatorias, aquellos tipos similares de conducta o de productos deben estar sujetos a requisitos regulatorios similares, independientemente de la manera en que se dividan las responsabilidades entre los reguladores.

Temas Clave

1. Las responsabilidades del regulador deben ser claras y se deben exponer de manera objetiva, preferiblemente en una disposición legal.
2. La legislación debe ser diseñada para garantizar que cualquier división de responsabilidades entre reguladores evite lagunas o injusticias. Cuando haya una división de responsabilidades regulatorias, un tipo de conducta y producto sustancialmente idéntico debe estar sujeto, por lo general, a unos requisitos regulatorios coherentes.
3. Debe haber una cooperación eficaz entre reguladores responsables, a través de los canales apropiados.²⁰

²⁰ Véase la nota 13 anterior. Véanse también los Principios 13 y 14.

Cuestiones Clave

1. ¿Están las responsabilidades, poderes y autoridad del regulador:²¹
 - (a) claramente definidos y expuestos de manera objetiva, preferentemente en una disposición legal y, en el caso de sus facultades y autoridad, tienen fuerza ejecutiva?
 - (b) Si el regulador puede interpretar su autoridad, ¿son los criterios de interpretación claros y transparentes?
 - (c) ¿Es el proceso de interpretación lo suficientemente transparente como para poder evitar situaciones en las que suceda un abuso de poder discrecional?
2. Cuando más de un regulador sea responsable de la regulación de los mercados de valores:
 - (a) En caso de que la responsabilidad esté dividida entre varios reguladores, ¿está diseñada la legislación para evitar diferencias o lagunas regulatorias?
 - (b) ¿Está el mismo tipo de conducta y producto generalmente sujeto a requisitos regulatorios coherentes?
 - (c) ¿Se exige a los reguladores responsables cooperar y comunicarse en áreas de responsabilidad compartida?
 - (d) ¿Existen acuerdos de cooperación y comunicación entre reguladores responsables a través de los canales apropiados y está produciéndose una cooperación y comunicación entre reguladores responsables sin limitaciones significativas?²²

Notas explicativas

Cuando las responsabilidades de la regulación de los mercados de valores sean compartidas por más de un regulador y haya diferencias en las responsabilidades y poderes de esos reguladores, la evaluación debe identificar a cada uno de los reguladores responsables pertinentes y tener en cuenta si las responsabilidades y poderes de los reguladores en su conjunto son suficientes para abordar cada componente de los Principios y las Cuestiones Clave y aspectos más relevantes a tener en cuenta en la valoración en virtud de los mismos. Ello exigirá una explicación de la manera en que las facultades y responsabilidades pertinentes en la Metodología se reparten y ejecutan en una jurisdicción o dónde y cómo se reparten las facultades regulatorias, por ejemplo, por función, valor, servicio o entidad.

A este respecto, los Principios son neutrales en cuanto a si la regulación de los mercados de valores puede ser diferenciada por valor, función, servicio, entidad y/o tipo de operación. Lo importante es determinar y estudiar cómo se aplica la regulación a los mercados financieros, participantes, intermediarios, valores y servicios que caracterizan a la jurisdicción que se está evaluando.

²¹ Es posible que sea necesaria un derecho discrecional regulatoria para cumplir los objetivos regulatorios en un mercado que evolucione rápidamente, aunque la manera de determinar el alcance de dicho derecho discrecional y el modo en que se ejercita están sujetos a revisión, es pertinente para la capacidad del regulador de actuar de manera responsable, imparcial y coherente.

²² Las medidas para proteger la confidencialidad de la información confidencial de manera compatible con los usos permitidos no deben considerarse limitaciones significativas. Véase también el Principio 14.

Las lagunas deben interpretarse en el sentido de lagunas en la cobertura (no en la supervisión, inspección y sanción) de las áreas de los elementos básicos (funciones y objetivos) de la regulación de los mercados de valores (por ejemplo, instituciones de inversión colectiva, emisores, auditores de cuentas, agencias de calificación crediticia y otros proveedores de servicios de información, intermediarios de mercado, mercados secundarios, supervisión, inspección y sanción) que son aplicables al sistema que se esté evaluando y que no están cubiertas por ese sistema. El evaluador debe extraer las opiniones de la jurisdicción que se esté evaluando en relación con las lagunas y faltas de equidad. Las lagunas o deficiencias funcionales más específicas deben tratarse con arreglo a los Principios específicos relacionados con cada elemento de la regulación de los mercados de valores. Deben aportarse evidencias de cómo se cubren todas las áreas abordadas por los Principios y, en caso de existir divisiones de autoridad, que haya acuerdos eficaces de cooperación.

Cuando la legislación no aborde satisfactoriamente las lagunas o faltas de equidad, y no sea posible una modificación a corto plazo, las posibles lagunas o asimetrías podrán abordarse mediante procedimientos destinados a evitarlas como resultado de cualquier división de responsabilidades; tales como protocolos o acuerdos con otras autoridades responsables, para garantizar una cobertura adecuada y equitativa de las funciones y objetivos de la regulación de los mercados de valores.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 2, cuando ésta no sea aplicable al existir un único regulador responsable de la regulación de los mercados de valores en la jurisdicción.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 2(b) y 2(d), siempre y cuando diferentes reguladores responsables no supervisen la misma entidad, por ejemplo, cuando la supervisión prudencial y de la conducta empresarial sea realizada por distintos reguladores responsables.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 1(c) y 2(b) y 2(d) si más de un regulador responsable supervisa la misma entidad.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una de las Cuestiones 1(a) y 1(b) o a ambas y, en su caso, a una o más de las Cuestiones 2(a) ó 2(c).

Principio 2 Desde un punto de vista operativo, el Regulador debe actuar de forma independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y facultades.

Aunque el regulador debe ser responsable con arreglo a la estructura legal y de gobierno de una jurisdicción, el regulador también debe ser, desde un punto de vista operativo, independiente de injerencias políticas o comerciales externas. Sin dicha independencia, los inversionistas y otros participantes en los mercados pueden llegar a dudar de la objetividad y ecuanimidad del regulador, lo cual causaría efectos nocivos para la integridad del mercado. Por lo general, la independencia del regulador se verá reforzada por una fuente estable de financiación. También significa que el regulador debe mantenerse independiente de los participantes en los mercados que supervise.

En algunas jurisdicciones, determinadas cuestiones de política regulatoria requieren la consulta o incluso la aprobación por parte de una autoridad gubernamental, ministerial u otra autoridad legislativa. Las circunstancias en que dicha consulta o aprobación sea requerida o permitida deben ser claras, y el proceso debe ser lo suficientemente transparente o estar sujeto a revisión para salvaguardar su integridad. En general, no es apropiado en estas circunstancias incluir la toma de decisiones sobre cuestiones técnicas cotidianas.

La independencia implica:

- Un regulador que opere de manera independiente de los intereses sectoriales; y
- La capacidad para llevar a cabo medidas regulatorias y actuaciones dirigidas a supervisar, inspeccionar y sancionar sin injerencias externas (políticas o comerciales).

La responsabilidad implica que el regulador está sujeto a una adecuada vigilancia y revisión, incluyendo:

- Informes públicos periódicos por el regulador sobre sus resultados;
- Transparencia en el proceso y la conducta del regulador; y
- Un sistema que permita la revisión judicial de las decisiones definitivas del regulador relacionadas con la concesión de licencias y autorizaciones o la labor de hacer cumplir las leyes.

La naturaleza confidencial y delicada desde un punto de vista comercial de una gran parte de la información en poder del regulador debe ser respetada. Debe haber mecanismos de salvaguardia para proteger esa información de un uso o una divulgación inadecuados.

La capacidad del regulador para actuar de forma independiente se reforzará mediante una adecuada protección legal para el regulador y su personal cuando actúen en el ejercicio, de buena fe, de sus funciones y facultades.

Temas Clave

Independencia

1. El regulador debe ser, desde un punto de vista operativo, independiente de injerencias políticas externas²³, de intereses comerciales o de otros intereses sectoriales en el ejercicio de sus funciones y poderes.
2. La consulta o aprobación por un Ministro del Gobierno u otra autoridad no debe incluir las decisiones operativas.
3. En aquellas jurisdicciones donde determinadas cuestiones de la política regulatoria requieran la consulta o incluso la aprobación por parte un Ministro del Gobierno u otra autoridad, las circunstancias en que dicha consulta o aprobación sea requerida o permitida deben ser claras, y el proceso de consulta y los criterios de actuación deben ser lo suficientemente transparentes o estar sujetos a revisión para salvaguardar su integridad.
4. El regulador debe disponer de una fuente estable de financiación suficiente para ejercer sus poderes y responsabilidades.
5. Debe haber una adecuada protección legal para el regulador y su personal que actúe en el ejercicio, de buena fe, de sus funciones y facultades.

Responsabilidad

6. El regulador debe ser responsable públicamente en el uso de sus facultades y recursos para garantizar que el regulador mantenga su integridad y credibilidad.
7. Debe haber un sistema que permita la revisión judicial de las decisiones definitivas del regulador.
8. Cuando su responsabilidad sea ante el Gobierno o algún otro organismo externo, la naturaleza confidencial y delicada desde el punto de vista comercial de la información en poder del regulador debe ser respetada. Debe haber mecanismos de salvaguardia para proteger esa información de un uso o una divulgación inadecuados.

Cuestiones Clave

Independencia

1. ¿Tiene el regulador la capacidad de funcionar en el día a día sin:
 - (a) injerencias políticas externas?
 - (b) injerencias de intereses comerciales o de otros intereses sectoriales?²⁴

²³ Por el término "injerencia" se entenderá un nivel y método, formal o informal, de contacto que afecta a la toma cotidiana de decisiones y que no es susceptible de ser revisado o vigilado.

²⁴ Principio 3. Los actos administrativos, como el otorgamiento de licencias o el inicio de inspecciones o investigaciones, debe normalmente ser objeto de una vigilancia especial para que estén libres de influencias indebidas.

2. En caso de que determinadas cuestiones de política regulatoria requieran la consulta o incluso la aprobación por un Ministro del Gobierno u otra autoridad:
 - (a) ¿Está el proceso de consulta establecido por ley?
 - (b) ¿Excluyen las circunstancias en que se requiera la consulta la toma de decisiones sobre cuestiones técnicas cotidianas?
 - (c) ¿Son las circunstancias en que dicha consulta o aprobación se requiera o permita claras, es el proceso lo suficientemente transparente, o están el incumplimiento de los procedimientos y la decisión o las consecuencias regulatorias sujetos a una revisión suficiente a fin de salvaguardar su integridad?
3. ¿Dispone el regulador de una fuente continua y estable de financiación suficiente para atender sus necesidades operativas y regulatorias?
4. ¿Se concede al regulador, al presidente y a los miembros del órgano directivo del regulador, así como a su personal, una adecuada protección legal en el ejercicio, de buena fe, de sus funciones y facultades gubernamentales, regulatorias y administrativas?²⁵
5. ¿Están sujetos el presidente y el órgano directivo del regulador a mecanismos destinados a proteger la independencia, tales como: procedimientos de nombramiento, duración de su mandato; y los criterios de destitución?

Responsabilidad

6. Con referencia al sistema de responsabilidad para el uso por el regulador de sus poderes y recursos:
 - (a) ¿Es el regulador responsable permanentemente ante el poder legislativo u otro órgano del Gobierno?
 - (b) ¿Está el regulador obligada a ser transparente en²⁶ su forma de actuar, el uso de recursos y hace públicos sus actos que afecten a los usuarios del mercado y a las entidades reguladas, excluyendo la información confidencial o delicada desde el punto de vista comercial?
 - (c) ¿Están la recepción y el uso de fondos por parte del regulador sujetos a revisión o auditoría?
7. ¿Hay medios para que las personas físicas o jurídicas afectadas adversamente por las decisiones del regulador o por el ejercicio por el regulador de la autoridad administrativa, en última instancia, soliciten la revisión en un tribunal, en concreto:
 - (a) Tiene el regulador que proporcionar por escrito las razones de sus decisiones importantes?²⁷

²⁵ Principio 5.

²⁶ Según la ley, el regulador debe ser responsable. Puede *que se exija* al regulador ser transparente si, como un principio general del derecho, procedimiento o práctica administrativos, el regulador es generalmente transparente en el uso de sus facultades y recursos.

²⁷ No es necesario que la legislación exija al regulador dar sus razones por escrito siempre que haya procedimientos por escrito formales sobre cuándo las dará.

- (b) Incluye el proceso de toma de decisiones respecto a dichas decisiones suficientes amparos procesales para que sea significativo?
 - (c) se permite a las personas afectadas, en los casos que proceda, que presenten sus observaciones antes de que dicha decisión sea adoptada por el regulador?²⁸
 - (d) están todas esas decisiones tomadas por el regulador sujetas a un proceso de revisión independiente suficiente, que en última instancia incluya la revisión judicial?
8. Cuando la rendición de cuentas se produzca ante el Gobierno o algún otro organismo externo, ¿está la información confidencial y delicada desde el punto de vista comercial sujeta a los oportunos mecanismos de salvaguardia para impedir un uso o una divulgación inadecuados?

Notas explicativas

El equilibrio entre la independencia y la responsabilidad es Delicado Los Principios no se posicionan sobre el lugar que ocupa el regulador dentro de la estructura gubernamental. Aun así, se debe vigilar la salvaguardia de la independencia en diferentes circunstancias. No sólo debe tenerse en cuenta la asignación de responsabilidades regulatorias, el marco de la responsabilidad y los procedimientos u otros mecanismos establecidos para conseguir la independencia, sino también el funcionamiento real de la relación entre el regulador y cualquier supervisor gubernamental. En la medida de lo posible, se debe revisar el efecto de tal interrelación en casos concretos. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones las normas o políticas pueden requerir la aprobación por un Ministro del Gobierno u otra autoridad, o es posible que otros importantes asuntos reguladores requieran la consulta o aprobación por un Ministro del Gobierno u otra autoridad. A veces, también se revisan cuestiones en el seno del Gobierno en aras del cumplimiento de la legislación aplicable. Las circunstancias en que se requiera o permita esa consulta o aprobación deben ser claras y el proceso debe ser lo suficientemente transparente o estar sujeto a revisión para salvaguardar su integridad.

La independencia o la responsabilidad no se ponen en peligro necesariamente sólo porque el regulador sea parte del Gobierno y/o porque los altos cargos del regulador tengan nombramientos políticos, incluidos cargos nombrados que anteriormente hayan formado parte del Gobierno

Los criterios para la toma de decisiones también pueden aislar el proceso de injerencias políticas inadecuadas. Por ejemplo, la capacidad de revocar decisiones en materia de licencias a nivel ministerial sin unos criterios claros tanto en la denegación de la licencia como en los procesos de toma de decisiones relacionados es contraria indebidamente a la independencia. Es fundamental que haya una fuente estable de financiación, porque la independencia puede verse comprometida si la financiación se viera restringida por actos externos. El evaluador podrá preguntar a la jurisdicción evaluada si la procedencia de los fondos puede afectar negativamente a su accesibilidad.

Las formas de financiación pueden variar para cada regulador y esto incluye casos en los que se financie al regulador con cargo a los Presupuestos del Estado.

Dado que este Principio pone a prueba la independencia, la capacidad de proteger la información privilegiada transmitida a otras autoridades encargadas de la toma de decisiones debe ser parte del marco normativo para impedir injerencias indebidas en las actividades de los reguladores. Los mecanismos de salvaguardia establecidos deben ser parte del sistema.

²⁸ Por ejemplo, una carta de advertencia no puede estar sujeta a un proceso adicional.

Un ejemplo del amparo legal adecuado para los reguladores que ejerzan de buena fe sus funciones regulatorias sería la exención condicional de responsabilidad personal por actos realizados de buena fe en el ámbito de las competencias del regulador. También pueden ser posibles otros acuerdos. La idoneidad y el tipo de amparo legal para los reguladores que ejerzan de buena fe sus funciones regulatorias deben evaluarse de acuerdo con el sistema jurídico aplicable en la jurisdicción evaluada.

Una consulta formal con intereses comerciales, incluidos los sujetos a regulación tal como se prevé en el Principio 4, no menoscaba la independencia.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 6(b).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a cualquiera de las dos Cuestiones 2(b) ó 2(c), y a las Cuestiones 4, 5, 6(b) y 7(c).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b), 2(a), 2(b) y 2(c), 3, 6(a), 6(c), 7 (a), 7(b), 7(d) u 8.

Principio 3 El regulador debe tener suficientes facultades, los recursos adecuados y la capacidad de desempeñar sus funciones y ejercer sus facultades.

El regulador debe tener suficientes facultades, los recursos adecuados (incluida una financiación suficiente) y la capacidad de desempeñar sus funciones y ejercer sus facultades en situaciones tanto normales como de emergencia. La elaboración de esta sección tiene por objeto exponer lo que esto significa en términos prácticos. Incluye facultades de concesión de licencias, supervisión, inspección, investigación y ejecución de leyes. También incluye la capacidad y los recursos para atraer y retener empleados convenientemente formados, cualificados y capacitados para desempeñar sus funciones y ejercer sus facultades al mismo tiempo que sean capaces de impartir formación continua a estos empleados.

El regulador debe asegurarse de que su personal reciba formación de forma constante, según se precise.

Las facultades y recursos del regulador deben ser acordes con el tamaño, la complejidad y los tipos de los mercados que supervise y con su necesidad de cumplir las funciones recogidas en estos Principios. El evaluador debe determinar, tras evaluar todos los Principios y la eficacia del programa regulatorio de la jurisdicción, si existen argumentos de peso para concluir que las facultades, los recursos y la capacidad del regulador son suficientes.

Este Principio es importante para la labor del regulador, teniendo en cuenta que el Principio garantiza el adecuado cumplimiento de las funciones del regulador y el ejercicio eficaz de sus facultades, lo cual es fundamental para la aplicación tanto de 1) medidas preventivas (vigilancia, inspección, investigación) efectivas, como de 2) medidas correctoras (detectar, impedir, hacer cumplir, sancionar, reparar y subsanar infracciones de legislaciones de valores) creíbles y eficaces. Cualquier circunstancia que impida o ponga en peligro el adecuado y eficaz ejercicio de las funciones y facultades del regulador es perjudicial para los Objetivos subyacentes en estos Principios. De esta manera, ello sería coherente y conforme con los Principios para el Cumplimiento de la Regulación de los Mercados de Valores (10-12) y los Principios de Cooperación en la Regulación (13-15), y viceversa, teniendo en cuenta que están interrelacionados.

El regulador debe desempeñar un papel activo en la educación de los inversionistas. La educación de los inversionistas puede mejorar su comprensión del papel del regulador y proporcionar a los inversionistas las herramientas para evaluar los riesgos asociados a determinadas inversiones y para protegerse del fraude (y de otros abusos).

Temas Clave ²⁹

1. El regulador debe tener poderes de concesión de licencias, supervisión, inspección, investigación y ejecución.
2. El regulador debe disponer de una financiación adecuada para ejercer sus poderes y responsabilidades.

²⁹ Véanse también las Cuestiones Clave sobre la aplicación y cooperación dentro de los Principios 10, 11, 13 y 15 y las Cuestiones Clave relativas a las facultades regulatorias relacionadas con los Emisores, los Intermediarios de Mercado, las Instituciones de Inversión Colectiva y los Mercados Secundarios.

3. El nivel de recursos debe reconocer la dificultad de atraer y retener personal experimentado.
4. El regulador debe garantizar que su personal reciba formación adecuada y continua.
5. El regulador debe contar con políticas y prácticas de buen gobierno para cumplir su mandato adecuadamente.
6. Los reguladores deben desempeñar un papel activo en la promoción de la educación de los inversionistas y de otros participantes en los mercados.

Cuestiones Clave³⁰

1. ¿Son las facultades y las competencias del regulador suficientes, teniendo en cuenta la naturaleza de los mercados de una jurisdicción y una evaluación completa de estos Principios, para poder cumplir las responsabilidades que se haya encomendado al/a los regulador(es)?
2. En lo que respecta a la financiación:
 - (a) ¿Es la financiación del regulador suficiente para permitirle cumplir sus responsabilidades, teniendo en cuenta el tamaño, la complejidad y el tipo de las funciones sujetas a su regulación, supervisión o vigilancia?
 - (b) ¿Puede el regulador afectar a la asignación operativa de recursos una vez financiado?
3. ¿Reconoce el nivel de recursos la dificultad de atraer y retener personal capacitado y experimentado?
4. ¿Garantiza el regulador que su personal recibe una adecuada formación continua?
5. ¿Dispone el regulador de políticas y prácticas de buen gobierno para desempeñar sus funciones y ejercer sus facultades con eficacia?
6. ¿Desempeña el regulador un papel activo en la promoción de la educación en beneficio de la protección de los inversionistas?

Notas explicativas

Las facultades otorgadas al regulador deben estar en consonancia con las funciones que se le han encomendado. En caso de que exista más de una autoridad responsable, las facultades necesarias para la implementación de los Principios pueden repartirse entre ellas. Las facultades otorgadas, en su conjunto, deben ser suficientes para proporcionar la capacidad de lograr implementar el resto de los Principios establecidos en esta Metodología. El evaluador puede desear revisar este Principio una vez se haya finalizado toda la evaluación..

En mercados complejos, la tecnología puede ser necesaria para asegurar el cumplimiento eficiente de las funciones regulatorias. Un programa adecuado de educación de los inversionistas en una jurisdicción también puede ayudar al regulador a desempeñar sus responsabilidades.

Debe brindarse al regulador la oportunidad de demostrar al evaluador que sus facultades y su financiación son suficientes y, en particular, de mostrar cómo se aplican para cumplir sus

³⁰ Las respuestas a estas Cuestiones deben ser coherentes con las facultades y competencias analizadas en otras secciones.

objetivos y sus responsabilidades legales y regulatorias; por ejemplo, la forma en la que el regulador mide la eficacia, la rapidez de acción, el nivel de cobertura y la capacidad de satisfacer sus prioridades.

La rotación de personal puede ser un indicio de la incapacidad para atraer y retener personal cualificado. El evaluador deberá investigar más acerca de los motivos.

También debe invitarse al regulador a explicar qué tipo de actividades o programas de educación de los inversionistas promueve el regulador dentro de la jurisdicción evaluada.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

*Ampliamente Implementado*³¹

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 3.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 2(b), 3, 4, 5 y 6.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o ambas de las Cuestiones 1 y 2(a).

³¹ En el caso de los parámetros *Ampliamente Implementado* y *Parcialmente Implementado*, la disponibilidad y suficiencia de los recursos posiblemente tengan que ser, de hecho, evaluadas a lo largo del espectro de *Completamente Implementado* a *Parcialmente Implementado* con la orientación proporcionada por la jurisdicción evaluada.

Principio 4 El Regulador debe adoptar procesos reguladores claros y coherentes

Unos procedimientos y procesos claros, coherentes y transparentes son parte de la justicia fundamental y de un marco para el desarrollo de decisiones regulatorias y la ejecución de actuaciones regulatorias que garanticen la responsabilidad. Las políticas de transparencia deben, sin embargo, conseguir un equilibrio entre los derechos de los individuos a la confidencialidad y las necesidades de vigilancia y hacer cumplir las leyes de los reguladores, con el objetivo de establecer unos procesos reguladores justos, equitativos y abiertos.

Al ejercer sus facultades y desempeñar sus funciones, el regulador debe adoptar procesos que sean:

- aplicados uniformemente;
- comprensibles;
- transparentes para el público.
- justos y equitativos.

En la formulación de políticas, el regulador debe:

- tener un proceso de consulta pública, abierto incluso a aquellos que resulten afectados por la política.
- divulgar públicamente sus políticas en importantes áreas operativas.³²
- observar las normas de imparcialidad procesal.
- tener en cuenta el costo de cumplimiento de la regulación.

Muchos reguladores están autorizados para publicar informes sobre los resultados de investigaciones o indagaciones, especialmente cuando la publicación pudiera ser una guía útil para los participantes en los mercados y para sus asesores. Cualquier publicación de un informe debe ser acorde con los derechos de un individuo a una vista justa y con la protección de los datos de carácter personal, factores que a menudo impedirán la publicidad cuando un asunto siga siendo objeto de investigación.

Temas Clave

Procedimientos claros y equitativos aplicados uniformemente

1. Al ejercer sus facultades y desempeñar sus funciones, el regulador debe adoptar procesos que sean:
 - (a) aplicados uniformemente.
 - (b) comprensibles.

³² En algunas áreas operativas y, en algunos casos, sobre todo en las áreas de vigilancia y aplicación, la consulta y divulgación pueden ser innecesarias o inadecuadas, ya que puede ponerse en peligro la aplicación eficaz de la política.

- (c) transparentes para el público.
 - (d) justos y equitativos.
2. En la formulación de políticas, el regulador debe, en sus preocupaciones de aplicación y vigilancia³³:
- (a) tener un proceso de consulta pública, abierto incluso a aquellos que resulten afectados por la política.
 - (b) divulgar públicamente sus políticas en importantes áreas operativas.³⁴
 - (c) tener en cuenta el costo de cumplimiento de la regulación.
3. El regulador debe observar las normas de imparcialidad procesal.

Transparencia y confidencialidad

4. Las prácticas de transparencia, como la publicación, cuando esté permitida, de informes sobre los resultados de las investigaciones o indagaciones, deben ser compatibles con los derechos de un individuo a una vista justa y a la protección de los datos de carácter personal, factores que a menudo impedirán la publicidad cuando un asunto siga siendo objeto de investigación.

Cuestiones Clave

Procedimientos claros y equitativos

1. ¿Está el regulador sujeto a unas normas y reglamentos procesales razonables?
- 2.
- (a) ¿Tiene el regulador un proceso de consulta al público en general o a una parte del público, incluso a aquellos que resulten afectados por una norma o política, por ejemplo, a través de la publicación de las normas propuestas para recibir comentarios del público, la distribución de proyectos de normas o del recurso a comisiones consultivas o a contactos informales?
 - (b) ¿Divulga y explica públicamente el regulador sus normas y políticas regulatorias, exceptuándose las políticas de vigilancia y cumplimiento de las leyes, en importantes áreas operativas; como mediante interpretaciones de las actuaciones regulatorias, el establecimiento de estándares o la emisión de decisiones donde indique las razones de las actuaciones regulatorias?
 - (c) ¿Divulga públicamente el regulador los cambios y las razones de los cambios en las normas o procedimientos ?
 - (d) ¿Tiene el regulador en cuenta los costos de cumplimiento de la regulación?
 - (e) ¿Pone el regulador todas las normas y reglamentos a disposición del público?³⁵

³³ En algunas áreas operativas y, en algunos casos, sobre todo en las áreas de vigilancia y aplicación, la consulta y divulgación pueden ser innecesarias o inadecuadas, ya que puede ponerse en peligro la aplicación eficaz de la política.

³⁴ Es decir, las políticas relacionadas con los Emisores, las Instituciones de Inversión Colectiva, los Intermediarios de Mercado y los Mercados Secundarios.

³⁵ Por ejemplo, en su sitio Web o a través de informes de fácil acceso. Véase también el Principio 1.

- (f) ¿Hace el regulador que sus procedimientos normativos sean de fácil acceso al público?³⁶

3. Al evaluar la imparcialidad procesal:

- (a) ¿Hay establecidas normas para tratar con el regulador que estén dirigidas a garantizar la imparcialidad procesal?
- (b) ¿Está el regulador obligado a dar³⁷ por escrito los motivos de sus decisiones que afecten a los derechos o intereses de los demás?
- (c) ¿Están sujetas a revisión todas las decisiones importantes del regulador para aplicar sus normas?
- (d) ¿Están dichas decisiones sujetas a revisión judicial cuando afecten negativamente a personas jurídicas o físicas?
- (e) ¿Se publican los criterios generales para la concesión, denegación o revocación de una licencia, y tienen derecho los afectados por el proceso de concesión de licencias a una vista con respecto a la decisión del regulador de conceder, denegar o revocar una licencia?

Transparencia y confidencialidad

4. ¿Son los procedimientos de presentación pública de informes sobre investigaciones compatibles con los derechos de los individuos, incluida la confidencialidad y protección de datos?

Aplicación uniforme

5. ¿Son el ejercicio de las facultades del regulador y el desempeño de sus funciones aplicados uniformemente?

Notas explicativas

El evaluador debe establecer si existen leyes, normas o procedimientos específicos por los que se rija la estructura administrativa y si esas normas son claras, accesibles y transparentes. Tales normas ayudarían a garantizar que los procedimientos sean: aplicados uniformemente; comprensibles, transparentes para el público; y justos y equitativos.

En algunas áreas operativas y, en algunos casos, sobre todo en las áreas de vigilancia y aplicación, la consulta y divulgación pueden ser innecesarias o inadecuadas, ya que puede ponerse en peligro la aplicación eficaz de la política regulatoria.

Puede haber diferentes niveles de revisión y/o distintos procedimientos de revisión para los diferentes tipos de actuaciones regulatorias. Por ejemplo, la actividad normativa puede estar sujeta a diferentes procedimientos de revisión que las actuaciones con respecto a la concesión de licencias o la adopción de medidas para hacer cumplir las leyes. Esto no es incompatible con los Principios siempre y cuando los procedimientos de revisión sean transparentes y se apliquen de manera equitativa.³⁸

³⁶ Principio 2.

³⁷ No es necesario que la legislación exija al regulador dar sus razones por escrito siempre que haya procedimientos por escrito formales sobre cuándo las dará.

³⁸ Principio 2, Cuestión Clave 7 anterior.

Un eficaz proceso de consulta puede ser receptivo a la necesidad de tener en cuenta el impacto de la regulación y de tomar en consideración los costos de cumplimiento de la regulación. El regulador debe ser capaz, en general, de evaluar el uso de sus recursos. Un regulador no está obligado a realizar un análisis costo-beneficio específico para que se concluya que ha tenido en cuenta el costo del cumplimiento normativo al configurar la política regulatoria.

Es posible que sea necesario realizar entrevistas con las partes afectadas, así como otra documentación, para confirmar si los procedimientos son, de hecho, aplicados uniformemente, justos y equitativos y si el mercado está abierto a la competencia leal.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.³⁹

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 2(d).

Parcialmente Implementado

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

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2(a), 2(c), 2(e), 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 3(e) ó 4.

³⁹ Principio 2. Si no hay suficiente autoridad para hacer públicos los informes, no habría necesidad de proteger la confidencialidad.

Principio 5 El personal del Regulador debe respetar las normas éticas más estrictas, incluyendo unas normas de confidencialidad adecuadas.

Este Principio se refiere a la integridad y los medios para alcanzar y demostrar la integridad del regulador y de su personal. En el contexto de este Principio, se pretende que el término "personal" incluya al presidente del regulador, así como a los miembros de su órgano directivo. Sólo se admiten las normas profesionales de conducta más estrictas para el cumplimiento de los objetivos de la regulación.

Temas Clave

1. El personal del regulador debe respetar las normas éticas más estrictas y tiene la obligación de seguir una clara orientación sobre cuestiones de conducta, incluyendo:
 - (a) La elusión de conflictos de intereses (incluidas las condiciones en las que el personal pueda negociar con valores).
 - (b) El uso adecuado de la información obtenida en el transcurso del ejercicio de sus poderes, así como en del desempeño de sus funciones.
 - (c) La correcta observancia de las disposiciones sobre confidencialidad y derecho a la intimidad y la protección de los datos de carácter personal.
 - (d) La observancia de las normas de imparcialidad procesal.
2. El incumplimiento de las normas de integridad profesional debe acarrear sanciones.

Cuestiones Clave

1. ¿Se exige al personal del regulador que cumpla los requisitos, un "Código de Conducta" u otras indicaciones por escrito en relación con:
 - (a) la elusión de conflictos de intereses?
 - (b) las restricciones sobre la tenencia de o la negociación con valores sometidos a la competencia del regulador y/o los requisitos de comunicar asuntos o intereses financieros?
 - (c) el uso adecuado de la información obtenida en el transcurso del ejercicio de sus poderes y del desempeño de sus funciones?
 - (d) la observancia de las disposiciones sobre confidencialidad y derecho a la intimidad y la protección de los datos de carácter personal?
 - (e) la observancia por parte del personal de las normas de imparcialidad procesal en el desempeño de sus funciones?
2. ¿Existen:
 - (a) procesos para investigar y resolver denuncias de infracciones de los estándares antes citadas?
 - (b) sanciones administrativas o legales por incumplir estos estándares ?

Notas explicativas

Las Cuestiones Clave están destinadas a abordar los requisitos relativos al mantenimiento de unas estrictas normas éticas. El evaluador debe obtener documentación relativa a procedimientos específicos, así como la forma en que se han utilizado dichos procedimientos en casos específicos. El evaluador también debe mirar la documentación de medidas relativas a la confidencialidad y a los acuerdos para evitar conflictos de intereses.⁴⁰ Por ejemplo, la guía sobre conflictos de intereses debe tratar, entre otras cosas, del empleo externo y de la ocupación de otros puestos.

Las restricciones sobre la negociación podrían incluir, por ejemplo, la autorización previa de las operaciones o restricciones sobre las operaciones que superen un umbral especificado.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto que posiblemente no haya un control activo de los asuntos abordados por las Cuestiones 1(a) y 1(b).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto que pudieran existir, con respecto a las Cuestiones 1(a) a (e), pequeñas deficiencias en el cumplimiento de los procedimientos, incluida una falta de control activo con arreglo a las Cuestiones 1(a) y 1(b).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b), 1(c), 1(d) ó 1(e), sin perjuicio de las desviaciones respecto al completo cumplimiento permitido con arreglo al parámetro *Parcialmente Implementado* o de la falta de respuesta afirmativa a cualquiera de las Cuestiones 2(a) ó 2(b).

⁴⁰ Principio 4.

Principio 6 El Regulador debe tener o contribuir a un proceso para controlar, atenuar y gestionar el riesgo sistémico, acorde con su cometido.

Objetivo

El riesgo sistémico se refiere a la posibilidad de que un acontecimiento, acto o una serie de acontecimientos o actos tenga un efecto adverso generalizado en el sistema financiero y, en consecuencia, en la economía. Los reguladores de los mercados de valores están preocupados por el riesgo sistémico, porque no sólo tiene el potencial de perjudicar a un gran número de inversionistas y participantes en los mercados, sino también porque puede tener un efecto negativo generalizado en los mercados financieros y en la economía.

La reducción del riesgo sistémico es uno de los Objetivos Básicos de la Regulación de los Mercados de Valores. El Principio 6 reconoce que los reguladores de valores tienen un papel importante y singular que desempeñar en el control, atenuación y gestión del riesgo sistémico. El riesgo sistémico no se limita a repentinos hechos catastróficos; también puede adoptar la forma de una erosión más gradual de la confianza en el mercado. La implementación de muchos de los otros Principios de la regulación de los mercados de valores será importante para atenuar los riesgos para la confianza en el mercado. En concreto, unas sólidas normas de protección de los inversionistas, el hecho de hacer cumplir enérgicamente las leyes, la transparencia ofrecida por unos amplios requisitos de divulgación, unos potentes regímenes de resolución u otros factores son, todos ellos, importantes elementos para que el regulador pueda atenuar y gestionar los riesgos de una gradual erosión de la confianza del mercado.

El fomento de la estabilidad financiera es una responsabilidad compartida entre la comunidad reguladora del sector financiero. Los reguladores de valores, los reguladores prudenciales y los bancos centrales tienen, todos ellos, importantes papeles que desempeñar y están equipados con diferentes herramientas a su disposición. La naturaleza del riesgo identificado dictará, en gran medida, qué conjunto de herramientas puede ser el más eficaz para hacer frente al riesgo. Las herramientas de las que disponen los reguladores de valores para reducir el riesgo sistémico consisten, por lo general, en unas sólidas normas de protección de los inversionistas y en una aplicación firme de las leyes, en requisitos de información y transparencia, en una regulación de la conducta empresarial y en regímenes de resolución para los intermediarios de mercado. Este Principio reconoce, de manera expresa, que posiblemente los reguladores de valores no tendrán herramientas adecuadas para hacer frente a ciertas formas de riesgo sistémico y, por tanto, es importante que cooperen con otros reguladores.

Una regulación de los mercados de valores eficaz se basa en preservar la integridad del mercado, la estabilidad financiera y la protección de los inversionistas. Este enfoque reconoce que el mercado está compuesto por una red interconectada en la que las actividades de uno o más participantes pueden tener efectos indirectos en todos los demás. El riesgo sistémico que surja en una parte del sistema financiero también puede propagarse a otras partes del sistema financiero a través de los mercados y de la economía. Por tanto, los reguladores de valores necesitan colaborar con otros reguladores para entender las interconexiones entre los participantes en los mercados, los mercados y las infraestructuras de mercado.

Los mercados de valores se caracterizan por unos rápidos cambios y por la innovación financiera. La innovación debe ser alentada y facilitada cuando tenga el potencial de mejorar el funcionamiento de los mercados y de ofrecer a los inversionistas una mayor libertad de

elección. Sin embargo, puede que la innovación no siempre sea beneficiosa, sobre todo cuando conduzca a la opacidad o esté asociada a una mala gestión del riesgo. Los reguladores deben estar al tanto de los nuevos productos y de los productos que estén evolucionando, de los modelos de negocio y los participantes, y de los riesgos potenciales que plantean para el sistema financiero en su conjunto. Es necesario que los reguladores se esfuercen por comprender los riesgos potenciales asociados a la innovación financiera y que diseñen estrategias que permitan una innovación beneficiosa y, al mismo tiempo, preserven la protección de los inversionistas.

Los reguladores de valores deben tratar de desarrollar medidas del riesgo claves aplicables a los riesgos sistémicos que surjan dentro de los mercados de valores y mejorar su comprensión y aplicación de medidas concretas para atenuar dichos riesgos. Los reguladores de valores pueden ser capaces de aprovechar el trabajo realizado por otros supervisores, aunque será importante que desarrollen sus propios indicadores de riesgo mediante el uso de datos cualitativos y cuantitativos. Estos indicadores están siendo desarrollados y cambiarán con el paso del tiempo.

Temas Clave

1. El regulador debe tener o contribuir a procesos reguladores, que pueden ser intersectoriales, para controlar, atenuar y gestionar adecuadamente el riesgo sistémico. El proceso puede variar en función de la complejidad del mercado.
2. Dado el papel central de los mercados en el conjunto del sistema financiero y su capacidad para generar y/o transmitir riesgos, los reguladores de valores deben colaborar con otros supervisores para mejorar la comprensión global de la lógica económica de los mercados de valores, de sus puntos vulnerables y de las interconexiones con el sector financiero en su conjunto y con la economía real.
3. El regulador debe disponer de o desarrollar sistemas y procesos que permitan el intercambio de información y conocimientos como un componente esencial para dar una respuesta regulatoria eficaz al riesgo sistémico.

Cuestiones Clave

1. ¿Tiene o contribuye el regulador a un proceso regulador (que puede estar centrado en el mercado de valores o ser intersectorial) para controlar, atenuar y gestionar adecuadamente el riesgo sistémico según la complejidad del mercado del regulador compatible con su mandato y autoridad?
2. ¿Está desarrollando el regulador unos conocimientos especializados sobre las medidas y el análisis de riesgos aplicables al riesgo sistémico o, si no, es capaz el regulador de tener en cuenta y aplicar las medidas y el análisis de riesgos desarrollados por otros reguladores?
3. ¿Hay comunicación e intercambio de información entre el regulador y otros reguladores del sector financiero que tengan la responsabilidad de mantener la estabilidad sistémica con respecto a los esfuerzos para reducir los riesgos sistémicos?

Notas explicativas

La divulgación de información y la transparencia son fundamentales para identificar y comprender el desarrollo del riesgo sistémico y para proporcionar a los reguladores la información necesaria para adoptar las medidas adecuadas. La transparencia en los mercados y productos también es crucial para permitir que los participantes en los mercados realicen una

mejor valoración del riesgo. Los reguladores tienen una responsabilidad y un interés particulares por promover la transparencia a nivel del mercado, así como una adecuada divulgación de información a nivel de los productos y los participantes en los mercados.

Los reguladores también tienen la responsabilidad particular de establecer requisitos organizativos, una regulación de la conducta empresarial, y regímenes de resolución para los intermediarios de mercado, que son elementos importantes para atenuar y gestionar el riesgo sistémico. Una rigurosa supervisión de los requisitos organizativos y de la conducta empresarial es esencial para gestionar la acumulación de estructuras de incentivos no deseadas, que pueden ser una importante fuente de riesgo en el sistema financiero.

También es necesario considerar la reducción del riesgo sistémico en el contexto del mandato más amplio del regulador. Una serie de otros Principios también contribuyen a los esfuerzos del regulador por identificar, atenuar y gestionar el riesgo sistémico. Estos incluyen, en particular, los Principios relativos al perímetro de regulación (Principio 7), conflictos de intereses (Principio 8), cooperación e intercambio de información con otros reguladores (Principios 13-15), supervisión de las agencias de calificación crediticia (Principio 22), supervisión de los *hedge funds* (fondos alternativos o de cobertura) y/o de sus gestores y asesores (Principio 28), procedimientos para hacer frente a la quiebra de un intermediario de mercado (Principio 32) y requisitos de supervisión de compensación y liquidación (Principio 38).

A la hora de evaluar la Cuestión Clave 1, el evaluador debe considerar si el regulador tiene o contribuye a un proceso regulador (que puede estar centrado en el mercado de valores o ser intersectorial), con respecto al riesgo sistémico planteado por las entidades en el ámbito de aplicación de su regulación; por ejemplo, con respecto a intermediarios de mercado, *hedge funds* o contrapartes centrales de valores que sean, a su vez, importantes desde el punto de vista sistémico en dicho mercado de valores.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a cualquiera de las Cuestiones 2 ó 3.

Parcialmente Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a las Cuestiones 2 y 3.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a la Cuestión 1.

Principio 7 El regulador debe tener o contribuir a un proceso de revisión del perímetro de regulación de forma periódica.

Objetivo

La revisión periódica del perímetro de regulación promueve un marco normativo que respalda la protección de los inversionistas, unos mercados justos, eficientes y transparentes y la reducción del riesgo sistémico.

Dependiendo de la estructura del mercado y del sistema legal que lo sustente, no todas las actividades de mercado o los participantes en los mercados pueden estar sujetos a regulación o supervisión directas. La decisión de si se regula un determinado producto, mercado, participante en el mercado o actividad es, en última instancia, una valoración política realizada por las autoridades competentes de cada jurisdicción basada en una evaluación (a la que los reguladores deben contribuir) de las circunstancias particulares de la jurisdicción. Por tanto, el regulador debe tener o contribuir a un proceso que permita revisar periódicamente si sus actuales requisitos y marco normativo dan una respuesta adecuada a los riesgos planteados a la protección del inversionista y a unos mercados justos, eficientes y transparentes, así como a la reducción de los riesgos sistémicos.

Una revisión periódica del perímetro de regulación también tendrá en cuenta la eficacia de las regulaciones existentes y la necesidad de modificarlas o de adoptar nuevas regulaciones en vista de los nuevos acontecimientos en el mercado. En particular, esa revisión tendrá necesariamente que abordar el riesgo de arbitraje regulador derivado de cambios en la intensidad de la regulación en todo el sector financiero.

Temas Clave

1. El regulador debe:
 - (a) adoptar o adaptar su propio proceso, o participar en un proceso con otros reguladores y/o responsables gubernamentales de políticas, para realizar una revisión periódica de productos, mercados, participantes en los mercados y actividades con el fin de identificar y evaluar los posibles riesgos para la protección del inversionista y para la justicia, eficiencia y transparencia del mercado u otros riesgos para el sistema financiero; y
 - (b) revisar periódicamente el perímetro de regulación para promover la identificación y evaluación de estos riesgos.
2. Esa revisión debe incluir la consideración de:
 - (a) si cambios en los productos, mercados, participantes en los mercados y actividades tienen un efecto sobre el ámbito de aplicación de la regulación de los mercados de valores; y
 - (b) si el enfoque de política subyacente en las exenciones legales o discrecionales existentes sigue siendo válido.

3. El proceso debe centrarse en determinar si los poderes, la estructura operativa y las regulaciones existentes del regulador son suficientes para responder a los riesgos emergentes.
4. El proceso debe también permitir la realización a tiempo de cualesquiera cambios en el perímetro de regulación existente en respuesta a un riesgo emergente identificado. Este cambio necesario puede incluir que el regulador reclame cambios en la legislación.

Cuestiones Clave

1. ¿Tiene o participa el regulador en un proceso para poder identificar y evaluar si los requisitos y el marco normativo dan una respuesta adecuada a los riesgos planteados por los productos, mercados, participantes en los mercados y actividades para la protección del inversionista; así como para unos mercados justos, eficientes y transparentes y para la reducción del riesgo sistémico?
2. ¿Dispone el regulador de un proceso que le permita revisar, cuando se le presenten pruebas de cambios en las circunstancias, sus decisiones de política regulatoria pasadas sobre productos, mercados, entidades, participantes en los mercados o actividades, en particular las decisiones de eximir y, en su caso, tomar medidas?
3. ¿Participa el regulador en un proceso (con otros supervisores y reguladores del sistema financiero, si procede) que revise los productos, mercados, participantes en los mercados y actividades no regulados, incluyendo la posibilidad de arbitraje regulador, con el fin de promover la protección de los inversionistas y unos mercados justos, eficientes y transparentes y de reducir los riesgos sistémicos?
4. ¿Reclama el regulador cambios legislativos o de otro tipo cuando identifique un punto débil en la regulación o un riesgo para la protección de los inversionistas y para la justicia, eficiencia y transparencia del mercado que requiera cambios legislativos o de otro tipo?

Notas explicativas

Los evaluadores deben reconocer que cada regulador puede tener su propio proceso singular de revisión del perímetro de regulación y las prerrogativas regulatorias deben ser tratadas con deferencia.

Entre los ejemplos de tales procesos cabría incluir los siguientes:

- Un equipo, grupo o división dentro de la organización para identificar los riesgos, lagunas regulatorias o conflictos;
- El regulador podría pertenecer a un grupo, formal o informal, de reguladores financieros que compartan información y debatan el perímetro regulador.
- Grupos *ad hoc* para poder identificar y evaluar riesgos en respuesta a una crisis o con carácter periódico; u
- Otros medios, formales o informales, que permitan sondear o evaluar el perímetro de regulación.

Referencia

Completamente Implementado

PRINCIPIOS RELATIVOS AL REGULADOR

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones, excepto a la Cuestión 4.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones, excepto a las Cuestiones 2 y 4.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a la Cuestión 1 ó 3.

Principio 8 El regulador debe tratar de asegurarse de que los conflictos de intereses y la desproporción de incentivos sean evitados, eliminados, revelados o tratados de otra manera.

Objetivo

Una preocupación recurrente de los reguladores de valores tiene que ver con lo que los economistas llaman "problemas de agencia", que se producen cuando los participantes en los mercados a quienes se haya encomendado actuar en beneficio de otros utilizan su posición, poder o información para favorecer, en su lugar, sus propios intereses.

Estos conflictos de intereses o asimetría de incentivos son problemas comunes en muchos mercados financieros y son, a menudo, el centro de la regulación de los mercados de valores. Surgen de una variedad de razones, incluyendo los programas retributivos en las empresas. Los conflictos y asimetrías deben ser y son el centro de atención de la regulación de los mercados de valores porque pueden debilitar la protección de los inversionistas y el funcionamiento justo, eficiente y transparente de los mercados o presentar riesgo sistémico. Esta atención sobre los conflictos de intereses se refleja en las menciones a conflictos de intereses en una serie de Principios (5, 9, 22, 23, 24, 28, 29 y 31).

Este Principio es un Principio general que expone el papel que los reguladores de valores deben tener a la hora de afrontar los conflictos de intereses y la desproporción de incentivos. En caso de que existan conflictos de intereses que enfrenten los intereses de un agente en el mercado a los intereses que se le haya encomendado favorecer, el regulador debe identificar y evaluar hasta qué punto existe el conflicto y determinar el grado en que la regulación puede ser necesaria para garantizar que el conflicto sea evitado, eliminado, revelado o tratado de otro modo.

Este Principio también describe el papel que los reguladores de valores deben tener cuando los incentivos e intereses de quienes se dedican a comercializar productos financieros no están alineados con los intereses de los inversionistas.

Este es un problema concreto cuando diferentes empresas son responsables del diseño, creación y distribución de un producto financiero (como sucede con los bonos de bursatilización de activos y otros productos financieros complejos). Incluso en los casos en que cada empresa dedicada a comercializar el producto evite, elimine, revele o gestione de diferente manera los conflictos de intereses con contrapartes directas y clientes, y cumpla sus obligaciones frente a ellos, puede haber incentivos para que esa empresa actúe de un modo que no redunde en el máximo interés del consumidor o inversionista final. Las empresas en estas circunstancias podrían no tener obligación alguna con el consumidor o inversionista final, aunque pueda que sus actos no siempre redunden en interés del consumidor o inversionista final.

El diseño, creación y distribución de bonos de bursatilización de activos en los años anteriores a la crisis financiera mundial de 2008 ofrecen un ejemplo de lo que se denomina una "falta de alineación de los incentivos" o "asimetría de incentivos".⁴¹ Las entidades cedentes, los promotores, las emisoras y las entidades suscriptoras carecieron durante este

⁴¹ *Unregulated Financial Markets and Products*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 2009, págs. 15-21, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf>.

período, al tiempo que cumplían sus obligaciones contractuales y gestionaban los conflictos de intereses directos con su cliente o contraparte inmediatos, de un incentivo adicional para actuar con los niveles adecuados de diligencia debida en los paquetes de activos que garantizaban los bonos, o para aplicar unas rigurosas normas de suscripción. Las entidades cedentes y las agencias de valores posiblemente se centraron en la creación de productos titulizados sin tener debidamente en cuenta la rentabilidad a largo plazo de los productos, alentadas por las estructuras retributivas consistentes en incentivos a corto plazo.⁴² La calidad de los activos se resintió, lo que condujo a unas menores rentabilidades (y a pérdidas) para los inversionistas finales.

Temas Clave

1. El regulador debe identificar y evaluar los conflictos de intereses potenciales y reales con respecto a las entidades reguladas y la asimetría de incentivos para las emisoras y las entidades reguladas que presten servicios analíticos o de evaluación a los inversionistas y otros usuarios de esos servicios en el mercado de valores.
2. El regulador debe tomar las medidas necesarias para que los conflictos de intereses o la asimetría de incentivos entre entidades reguladas sean evitados, eliminados, divulgados o gestionados de otro modo. La información sobre los conflictos de intereses potenciales o reales y la asimetría de incentivos debe comunicarse a o hacerse accesible por inversionistas y/u otros usuarios de los servicios o productos.

Cuestiones Clave

1. ¿Tiene establecido el regulador un proceso diseñado para identificar y evaluar conflictos de intereses, tanto potenciales como reales, con respecto a las entidades reguladas y la asimetría de incentivos con respecto a las emisoras y las entidades reguladas?
2. Cuando el regulador detecta importantes conflictos de intereses entre las entidades reguladas o una asimetría de incentivos, ¿toma medidas el regulador para que estos conflictos de intereses o asimetrías sean evitados, eliminados, revelados o gestionados de otra manera?
3. En caso de que el regulador exija que se revelen los conflictos de intereses o la asimetría de incentivos, ¿se producen dichas revelaciones exigidas de tal manera que sean accesibles para los inversionistas y/o los usuarios de los servicios o productos?

Nota explicativa

Las decisiones sobre qué herramientas regulatorias se pueden utilizar para hacer frente a determinados conflictos de intereses entre entidades reguladas (por ejemplo, prohibiciones, informaciones a revelar, uso de barreras a la información, etc.) conllevarán necesariamente decisiones de política que reflejen las estructuras legales, de mercado y de las filosofías regulatorias. La cuestión fundamental desde la perspectiva de una evaluación es el proceso mediante el cual el regulador vigila los conflictos de intereses en el mercado, los cuales pueden tener un efecto en la protección de los inversionistas y en la justicia, eficiencia y transparencia del mercado o que plantean un riesgo sistémico.

Los ejemplos de conflictos de intereses y asimetría de incentivos comúnmente destacados en las crisis financieras anteriores afectan a:

⁴² Ibíd., pág. 16, párrafos 52 y 53.

- Las agencias hipotecarias contratadas por las entidades financieras para evaluar la calidad de las solicitudes de préstamo, pero que fueron retribuidas en función de la cantidad y el tamaño de las solicitudes estudiadas (dando lugar al incentivo de exagerar la calidad de las solicitudes de préstamo);
- Las agencias de calificación crediticia contratadas por emisores, entidades organizadoras y/o inversionistas para opinar pública o ampliamente sobre la solvencia de un valor en el que el emisor, la entidad organizadora o el inversionista tenga un interés (y, por tanto, la voluntad de retribuir a la agencia de calificación crediticia según si la calificación concuerda con el interés del emisor, de la entidad organizadora o del inversionista); y
- El hecho de que la valoración de las sociedades de auditoría de cuentas resulte afectada por la prestación de servicios distintos del de auditoría a los clientes auditados.

No todas las entidades se encuentran siempre reguladas por los reguladores de valores, y estos ejemplos anteriores no deben ser interpretados como conflictos de intereses o asimetrías de incentivos que todos los reguladores deban tratar de afrontar, a menos que se haya indicado en otros Principios. Por ejemplo, las agencias hipotecarias suelen estar sujetas a la regulación bancaria.

Algunos ejemplos de enfoques en los que el regulador haya identificado, evaluado y tomado medidas para evitar conflictos de intereses en las áreas destacadas en la crisis financiera de 2008 podrían ser:

- Imponer requisitos de retención de riesgos a entidades cedentes, promotores, prestamistas originales y/o emisores de productos titulizados; o
- Exigir la independencia de los proveedores de servicios contratados por el emisor o en su nombre, en caso de que un dictamen o servicio proporcionado por esos proveedores de servicios pueda influir en la decisión de un inversionista de adquirir un producto titulado.

Un ejemplo de cómo podrían abordarse las asimetrías está relacionado con la emisión de bonos de bursatilización de activos. Las jurisdicciones pueden exigir a las entidades reguladas dedicadas a la emisión de esos bonos que cumplan unos requisitos destinados a alinear los incentivos, incluso exigiendo la revelación de información sobre la rentabilidad del paquete de activos u obligando a las entidades cedentes, promotores, prestamistas originales y/o emisores a retener riesgo. En estas circunstancias, el evaluador podría considerar si el regulador vigila el cumplimiento de estos requisitos.

Estos ejemplos tienen un carácter meramente ilustrativo y no quiere darse a entender que estos enfoques son obligatorios o, de hecho, preferidos a la hora de abordar determinados conflictos de intereses o asimetrías de incentivos.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones, excepto a la Cuestión 3.

Parcialmente Implementado

No hay una calificación "Parcialmente Implementado" respecto a este Principio.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a las Cuestiones 1 ó 2.

B. PRINCIPIO RELATIVO A LA AUTORREGULACIÓN

1. *Preámbulo*

Las Organizaciones Autorreguladoras (SROs, por sus siglas en inglés) pueden ser un valioso complemento al regulador en la consecución de los Objetivos de la regulación de los mercados de valores.⁴³

Existen diversos modelos de autorregulación y el grado de utilización de la autorregulación varía. Las características comunes de las SROs en la mayoría de las jurisdicciones son una separación del regulador (aunque generalmente existe la supervisión y autorización gubernamentales) y la participación de empresas, la industria y, si procede, de los inversionistas en las actividades de la SRO.

La autorregulación puede ofrecer grandes ventajas:

- Las SROs pueden exigir la observancia de normas éticas y de conducta empresarial que superen a las normativas públicas.
- Las SROs pueden tener la capacidad de imponer una producción de información más amplia que los reguladores públicos.
- Las SROs pueden ofrecer una considerable amplitud y competencia técnica en relación con las prácticas y actividades de mercado; y pueden ser capaces de responder a las condiciones cambiantes del mercado de una manera más rápida y flexible que la autoridad pública.
- Las SROs a menudo crean y mantienen infraestructuras tecnológicas para desempeñar sus propias funciones regulatorias y las del regulador; siendo sufragada esta infraestructura, en su totalidad, por las personas reguladas en lugar de ser sufragada por los contribuyentes.

Las SROs deben asumir las responsabilidades regulatorias que puedan llevar a cabo más eficientemente por contar con la competencia técnica necesaria. Las actuaciones de las SROs se verán, a menudo, limitadas por los contratos y normas aplicables.

2. *Ámbito de aplicación*

La autorregulación puede abarcar la autoridad para crear, modificar, implementar y hacer cumplir normas de negociación, normas de conducta empresarial; y/o sistemas de autorización con respecto a las personas (es decir, personas físicas y jurídicas) sometidas a la competencia de la SRO; así como para resolver las controversias mediante arbitraje u otros mecanismos oportunos de solución de diferencias. Esta autoridad puede derivarse de una delegación legal de poderes a una entidad no gubernamental, o en virtud de un contrato entre una SRO y sus miembros, tal y como autorice o reconozca el regulador. En algunas jurisdicciones, las SROs no pueden cubrir todas las funciones antes mencionadas.

Una organización debe clasificarse como una SRO (y ser objeto de evaluación con respecto al Principio 9), si se le ha conferido la facultad o la responsabilidad de regular, y sus normas están sujetas a sanciones significativas con respecto a cualquier parte del mercado o sector de valores.

⁴³ Véase, en general, *Model for Effective Self-Regulation*, Informe del Comité Consultivo sobre SROs de IOSCO, mayo de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD110.pdf>.

3. *Principio 9*

Principio 9 En caso de que el sistema normativo recurra a Organizaciones Autorreguladoras (SROs, por sus siglas en inglés) que ejerzan alguna responsabilidad de supervisión directa respecto a sus respectivas áreas de competencia; tales SROs deben someterse a la supervisión del Regulador y deben observar las normas de justicia y confidencialidad en el ejercicio de sus facultades y responsabilidades delegadas.

Los Principios reconocen lo valiosa que puede ser una SRO correctamente regulada, y exponen las recomendaciones generales para la correcta autorización y supervisión de las SROs. Sin embargo, el uso de SROs es una opción política discrecional y, por tanto, la ausencia de SROs en una jurisdicción no debe tener implicación alguna para la evaluación.

El "uso adecuado" de una SRO está relacionado con:

1. La capacidad de la SRO para llevar a cabo los fines de las disposiciones legales y reglamentarias aplicables; incluyendo la elaboración y aplicación de las normas de la SRO, así como la vigilancia y ejecución del cumplimiento, por parte de sus miembros y personas asociadas de esas disposiciones legales, reglamentarias y normas, tal como se refleja en los requisitos de la autorización regulatoria y el programa de supervisión de la SRO.
2. La idoneidad de la supervisión del regulador.
3. El aumento de recursos reguladores aprovechando la competencia técnica de la SRO, su proximidad al mercado y su flexibilidad a la hora de abordar los problemas que surjan en el cambiante entorno de mercado.
4. Adecuados estándares de gobierno corporativo
5. , para gestionar con eficacia los conflictos de intereses inherentes a la actividad de la autorregulación.

La expresión "uso inadecuado" de una SRO podría incluir, por extensión, el ejercicio de las funciones de la SRO por parte de una entidad no autorizada o sin supervisión regulatoria; la designación de las instituciones del sector privado que demuestren una capacidad insuficiente para cumplir las normas de autorización, delegación o supervisión, inspección y sanción para desempeñar las funciones de la SRO, pruebas de uso indebido de poderes cuasigubernamentales, o el desempeño insuficiente de las funciones de autorregulación.

El regulador debe exigir que una SRO cumpla las normas apropiadas antes de permitir que la organización ejerza su autoridad. Estas normas deben incluir, entre otras cosas, la capacidad para:

- Promulgar normas que prohíban prácticas de manipulación y fraudulentas.
- Mantener la organización y la capacidad de vigilar el cumplimiento normativo y de disponer de un mecanismo disciplinario para hacer cumplir las normas que contemple,

entre otras cosas, la expulsión, la suspensión, la limitación de actividades, funciones y operaciones; multa; la censura y la suspensión o exclusión.

La supervisión de la SRO debe ser continua.

Además, una vez que la SRO esté en funcionamiento, el regulador debe asegurarse de que el ejercicio de este poder resulte en el interés público y proteja a los inversionistas; y conduzca a una supervisión, inspección y sanción justa, eficaz y coherente de las disposiciones legales y reglamentarias de valores aplicables; así como de las normas oportunas de la SRO.

La eficacia de una SRO puede verse comprometida por conflictos de intereses. El regulador debe vigilar y dar respuesta a la posibilidad de que surja un conflicto de intereses. El regulador debe garantizar que no se produzca un conflicto de intereses debido a que la SRO acceda a información valiosa acerca de los participantes en los mercados (sean o no miembros de la propia SRO). El riesgo de aparición de conflictos puede ser elevado cuando la propia SRO (p. ej., una bolsa) sea responsable tanto de la supervisión de sus miembros como de la regulación de un sector del mercado.⁴⁴

Independientemente de la medida en que se recurra a la autorregulación, el regulador debe retener la autoridad de investigar asuntos que afecten a los inversionistas o al mercado. Cuando las facultades de una SRO sean insuficientes para investigar o abordar una determinada conducta indebida, o en caso de que un conflicto de intereses lo precise, el regulador debe asumir la responsabilidad de una investigación por parte de una SRO. Por tanto, es importante garantizar que la información proporcionada por la SRO al regulador permita identificar estas cuestiones en una etapa temprana.

Las SROs deben aplicar unas normas profesionales de conducta en cuestiones como confidencialidad e imparcialidad procesal similares a las que se esperaría que aplicase el regulador.⁴⁵

Al evaluar este Principio, el evaluador debe considerar si las facultades y los niveles de supervisión de una SRO son acordes con sus funciones y responsabilidades. Como en el caso del regulador, los procesos de una SRO deben ser justos y coherentes; sus decisiones deben estar sujetas a la revisión regulatoria; debe proteger la confidencialidad de sus datos; y su personal tiene la responsabilidad profesional de que su conducta sea similar a la que se espera del personal del regulador. El regulador debe tener plena autoridad para supervisar con eficacia a cualquier SRO.

Temas Clave

1. Si se recurre a la autorregulación, la SRO debe estar sujeta a una supervisión adecuada por parte del regulador.

Autorización

2. Como condición para la autorización, la legislación o el regulador deben exigir a una SRO que demuestre que:

⁴⁴ *Principles of Effective Market Oversight*, Consejo de Reguladores de Valores de América, mayo de 1995, disponible en <http://www.cvm.gov.br/ingl/inter/cosra/inter.asp>; *Issues Paper on Exchange Demutualization*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2001, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD119.pdf>.

⁴⁵ Las SROs son, por lo general, organismos no públicos, por lo que no siempre estarán sujetas a las mismas normas de aplicación a un organismo público.

- (a) Tiene la capacidad de llevar a cabo los fines de las correspondientes disposiciones legales y reglamentarias; y normas de la SRO aplicables; y de hacer que las cumplan sus miembros y personas asociadas, sujetos a esas disposiciones legales, reglamentarias y normas.
 - (b) Trata a todos los miembros de la SRO, y a los candidatos a miembro, de manera justa y coherente.
 - (c) Elabora normas que están diseñadas para establecer las normas de conducta de sus miembros, promover la protección de los inversionistas y la integridad del mercado.
 - (d) Presenta al regulador sus normas para que las revise y/o apruebe, tal como el regulador considere oportuno, y garantiza que las normas de la SRO son acordes con las directrices de la política pública establecidas por el regulador.
 - (e) Cooperar con el regulador y otras SROs para investigar y hacer cumplir las disposiciones legales y reglamentarias aplicables.
3. La SRO debe tener:
- (a) Una delegación legal u otro reconocimiento formal por parte del regulador; y
 - (b) Memorandos de Entendimiento u otros acuerdos establecidos para poder garantizar la cooperación entre ella y el regulador.
4. Sus propias normas, que haga cumplir y cuyo incumplimiento sea debidamente sancionado.
5. También debe:
- (a) Garantizar una representación justa de los miembros en la selección de sus administradores y en la administración de sus asuntos.
 - (b) Evitar normas que puedan dar lugar a situaciones contrarias a la competencia.
 - (c) Evitar el uso de la función de supervisión para permitir que cualquier participante en los mercados obtenga injustamente una ventaja en el mercado.

Supervisión

6. La supervisión debe ser permanente para garantizar que:
- (a) Una SRO cumpla permanentemente las condiciones de su autorización.
 - (b) El regulador público mantenga la autoridad para poder investigar las cuestiones que afecten a los inversionistas o al mercado.
 - (c) Cuando las facultades de una SRO sean insuficientes para investigar o responder, de otro modo, a presuntas conductas indebidas; o cuando la SRO incurra en un conflicto de intereses que no pueda gestionarse adecuadamente, el regulador realice las investigaciones necesarias en lugar de la SRO.
 - (d) Una SRO proporcione información al regulador que permita la detección en una fase temprana de asuntos que requieran intervención regulatoria.

Normas profesionales

7. La SRO debe adoptar normas de confidencialidad respecto a su personal y normas de imparcialidad procesal aplicables a sus miembros, comparables a las del regulador.

Conflictos de intereses

8. La SRO debe tener establecidos procedimientos para responder a posibles conflictos de intereses.

Cuestiones Clave

Desempeño de las funciones de una SRO

1. ¿Hay organizaciones que:
 - (a) Establezcan las normas de admisión que deben cumplirse, para que personas físicas o jurídicas participen en cualquier actividad significativa relacionada con los valores?
 - (b) Establezcan y hagan cumplir las normas vinculantes de negociación, conducta empresarial y autorización, relacionadas con las personas físicas y/o jurídicas dedicadas a las actividades con valores?
 - (c) Establezcan normas disciplinarias y/o lleven a cabo procedimientos disciplinarios, lo que permitiría que la SRO imponga sanciones apropiadas por el incumplimiento de sus normas?

Autorización o delegación sujeta a supervisión

2. Como condición para la autorización, ¿exige la legislación o el regulador que la SRO demuestre que:⁴⁶
 - (a) Tiene la capacidad de llevar a cabo los fines de sus leyes, normativas y normas de la SRO, de acuerdo a la responsabilidad de la SRO, y de hacer que sus miembros y personas asociadas cumplan las leyes, normativas y normas a las que estén sujetos?
 - (b) Trata a todos los miembros de la SRO, a los candidatos a miembro, así como a los participantes en los mercados, en una situación similar, sujetos a sus normas; de una manera justa y coherente?
 - (c) Diseña normas que están concebidas para establecer normas para sus miembros y promover la protección de los inversionistas?
 - (d) Presenta al regulador sus normas y las modificaciones de las mismas, para que las revise y/o apruebe, tal como el regulador considere oportuno; y garantiza que las normas de la SRO sean acordes con las directrices de política pública establecidas por el regulador?
 - (e) Cooperar con el regulador y otras SROs nacionales para investigar y hacer cumplir las leyes, normativas y normas?

- 3.

⁴⁶ En el caso de una SRO de reciente creación, el solicitante debe demostrar que tiene establecidos programas y procedimientos para cumplir las condiciones de autorización; del mismo modo, la ejecución permanente y eficaz de estos programas o procedimientos debe considerarse una condición de autorización.

- (a) ¿Tiene la SRO una delegación estatutoria l u otro reconocimiento formal por parte del regulador?
- (b) ¿Tiene la SRO establecidos Memorandos de Entendimiento u otros acuerdos para garantizar la cooperación entre ella y el regulador?
- (c) ¿Tiene la SRO sus propias normas, que hace cumplir y cuyo incumplimiento sea debidamente sancionado?
- (d) ¿Garantiza la SRO, en su caso, p. ej., una organización mutualizada, una representación justa de los miembros en la selección de su consejo de administración y en la administración de sus asuntos?
- (e) ¿Evita la SRO aquellas normas que puedan dar lugar a situaciones contrarias a la competencia, tal como se definen en la Nota Explicativa?
- (f) ¿Evita la SRO el uso de la función de supervisión para permitir que cualquier participante en los mercados obtenga injustamente una ventaja en el mercado?

Supervisión

4.

- (a) ¿Tiene establecido el regulador un programa de supervisión permanente y eficaz de la SRO, que pueda incluir:
 - (i) Inspección de la SRO.
 - (ii) Revisiones periódicas.
 - (iii) Requisitos de presentación de informes;
 - (iv) Revisión y revocación de las leyes, normativas y normas aplicables de la SRO; y
 - (v) Vigilancia del cumplimiento permanente de las condiciones de autorización o delegación.
- (b) ¿Conserva el regulador plena autoridad para investigar asuntos que afecten a los inversionistas o al mercado?
- (c) ¿Asume o respalda el regulador las responsabilidades de una SRO en caso de que las facultades de una SRO sean insuficientes para investigar o abordar una determinada conducta indebida, denuncias de conductas indebidas, o cuando un conflicto de intereses lo requiera?

Estándares profesionales similares a las que se espera de un regulador

5. ¿Exige el regulador, la ley u otra normativa aplicable que la SRO aplique normas profesionales de conducta similares a las que se esperaría de un regulador:
- (a) Sobre cuestiones relativas a la confidencialidad e imparcialidad procesal?
 - (b) Sobre el uso adecuado de la información obtenida en el ejercicio por parte de la SRO de sus facultades y en el cumplimiento de sus responsabilidades?

Conflictos de intereses

6. ¿Garantiza el regulador, la ley u otra normativa aplicable que los posibles conflictos de intereses en el seno de la SRO sean evitados o gestionados adecuadamente?

Notas explicativas

El uso de SROs, que sean adecuadamente supervisadas, puede ampliar los recursos reguladores en los mercados financieros.⁴⁷

El nivel y alcance de la supervisión regulatoria, así como los tipos de poderes y las protecciones necesarios pueden ser afectados por la estructura de la SRO. Por ejemplo, puede que los conflictos de intereses, o el uso adecuado de los recursos de autorregulación, despierten una mayor preocupación en el caso de los mercados desmutualizados con ánimo de lucro. Además, en algunos mercados, ciertas funciones muy específicas se delegan en la SRO, mientras que otras no. Los evaluadores deben aplicar con sensatez la referencia en este caso; exigiendo exclusivamente la supervisión de las funciones desempeñadas, y no sometiendo a prueba las facultades o atributos no ejercitados por la SRO. Además, si una entidad no es una SRO, pero puede realizar ciertas funciones de una SRO; por ejemplo, un mercado; esas funciones propias de una SRO deben ser sometidas a prueba, en relación con el Principio 9, por el hecho de ser éste aplicable aun cuando la bolsa esté autorizada con arreglo al Principio 33. Las evaluaciones correspondientes al Principio 33 y al Principio 9 en este caso deben ser coherentes. También puede hacerse mención a otros Principios pertinentes para comprobar la idoneidad del cumplimiento de las funciones regulatorias por la SRO, cuando dichas funciones se hayan delegado en la SRO.

Entre las situaciones contrarias a la competencia, cabe incluir situaciones en las que la SRO actúe de una manera excluyente, desleal o injusta, al regular el acceso a la SRO; o cuando tome medidas en materia de supervisión, inspección y sanción o promulgue o interprete las normas y procedimientos de la SRO de una manera que no sea imparcial o justa respecto a aquellos participantes en los mercados que se encuentren en situaciones similares. Entre otras cosas, la supervisión regulatoria debe centrarse en que la SRO asuma sus responsabilidades de una manera que no impida injustificadamente el acceso al mercado, o que injustificadamente, cree barreras a la entrada en el negocio de prestación de servicios de inversión, que no guarden relación con la supervisión del mercado; o con preocupaciones de índole prudencial.

Las SROs que sean empresas cotizadas también deben estar sujetas a las disposiciones sobre buen gobierno aplicables a otros emisores. Véanse los Principios 16 a 18.

Referencia

Una respuesta afirmativa a las Cuestiones 1(a), 1(b) ó 1(c) requiere una evaluación del Principio 9.

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, salvo que, en el caso de las Cuestiones 3(d) y 3(e), el regulador no está facultado para exigir que la SRO:

- (a) Garantice una representación justa de los miembros en la selección de su consejo de administración y en la administración de sus asuntos; o

⁴⁷ Véase también el Principio 3.

- (b) Evite normas que puedan dar lugar a situaciones contrarias a la competencia.
- (c) Siempre que la SRO disponga de normas y procedimientos pertinentes, y/o exista una ley general que aborde estas cuestiones y no haya un *historial* de quejas graves.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 3(d) y 3(e) y 6, bien entendido que, en el caso de la Cuestión 6, el regulador puede asumir actuaciones llevadas a cabo por la SRO cuando estos asuntos corran peligro, y no haya pruebas de prácticas abusivas evidentes.

Además, aunque es posible que la SRO no esté facultada para ayudar en la investigación del cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias aplicables, el regulador *exige a la SRO*, como condición de autorización y de manera permanente, que ponga toda la información pertinente a disposición del regulador en relación con la Cuestión 2(e).

No Implementado

No se ha podido demostrar que el regulador pueda exigir a una SRO que cumpla las normas; o no ha podido responder de forma afirmativa a una o más de las Cuestiones 2(a), 2(b), 2(c), 2(d), 3(c), 3(f), 4(a), 4(b), 4(c), 5(a) ó 5(b); a las Cuestiones 2(e) ó 6, en ausencia de las evaluaciones realizadas bajo el parámetro *Parcialmente Implementado*; y/o la conclusión de que el ejercicio de las funciones de la SRO se produce en la práctica sin supervisión, o que haya pruebas demostrables de práctica abusiva o de cumplimiento insuficiente las funciones de la SRO.

C. PRINCIPIOS RELATIVOS A LA SUPERVISIÓN, INSPECCIÓN Y SANCIÓN

1. *Preámbulo*

El carácter complejo de las operaciones con valores y la sofisticación de las estructuras fraudulentas, exigen una firme y rigurosa aplicación de las legislaciones de valores, para contribuir a incrementar la confianza de los inversionistas; así como para mantener unos mercados justos y eficientes. Los Principios no consideran que lo que se engloba el término "aplicación" se deba interpretar en sentido estricto. En su lugar, ese término debe interpretarse en un sentido lo bastante amplio como para abarcar facultades de vigilancia e inspección; así como investigación; de tal manera que sería de esperar que el regulador tuviese la capacidad, los medios y un abanico de medidas para detectar, impedir, aplicar, sancionar, reparar y corregir vulneraciones de la legislación de valores.

Mientras que los Principios 10 y 11 están destinados a establecer la naturaleza y el alcance de las facultades del regulador, el Principio 12 está diseñado para medir la capacidad del regulador para poder ejercer tales facultades; así como la medida en que las ejercita de una manera eficaz y creíble. Estos Principios tratan de determinar la capacidad del regulador para vigilar las entidades sujetas a su supervisión, para reunir información de forma rutinaria y *ad hoc*; así como para adoptar medidas de supervisión, inspección y sanción que garanticen el cumplimiento por las personas y entidades de la legislación de valores aplicable.

La evaluación con arreglo a estos Principios requiere un cuidadoso estudio del sistema jurídico en el que opere el regulador. Los Principios no prescriben un determinado modelo a seguir, y contemplan sistemas rigidos tanto por el derecho civil como por el derecho consuetudinario (*common law*). Hay varios modelos que han demostrado ser eficaces. Entre ellos están los modelos en los que las responsabilidades son compartidas entre varios entes gubernamentales o cuasigubernamentales, o en los que las responsabilidades sean compartidas con las SROs.

Es importante no sólo que estén establecidos los mecanismos legales para garantizar las facultades de inspección, investigación, vigilancia y aplicación, sino también que la autoridad tenga la capacidad para llevar a cabo programas eficaces de inspección y aplicación. Esto incluye destinar recursos suficientes para hacer cumplir las leyes; porque la manera más eficaz de que los reguladores disuadan futuras conductas indebidas es simplemente mediante una aplicación eficaz de las leyes.

El hecho de hacer que todas las entidades y productos cumplan la regulación de los mercados de valores es de una importancia clave. Los Principios 10, 11 y 12 están, por tanto, muy interrelacionadas con las funciones y responsabilidades regulatorias concretas descritas en las secciones de los Principios relativas a Emisores, Instituciones de Inversión Colectiva, Intermediarios de mercado y Mercados Secundarios. Los evaluadores deben asegurarse de que la evaluación de los Principios 10, 11 y 12 esté en consonancia con las evaluaciones de los demás Principios desde una perspectiva de la aplicación de las leyes en la jurisdicción evaluada.

Con arreglo a este marco, estos Principios son pertinentes para la labor del regulador por el hecho de que garantizan el cumplimiento adecuado de las funciones del regulador, así como el ejercicio eficaz de sus facultades de supervisión y la aplicación de las leyes.

2. *Ámbito de aplicación*

Los mecanismos para garantizar el cumplimiento de la legislación de valores deben estar en vigor en todas las jurisdicciones. No es necesario, sin embargo, que la responsabilidad de todos los aspectos del cumplimiento de la legislación de valores recaiga en un solo órgano.

Si una autoridad distinta del regulador se encarga de hacer cumplir las leyes, o si tal función es compartida entre el regulador y otra autoridad, la cooperación entre dichos órganos es fundamental; y la capacidad para llevarla a cabo, a tiempo y de manera eficaz, debe ser objeto de un análisis especial.

3. Principios 10 a 12

Principio 10 El Regulador debe disponer de amplias facultades de inspección, investigación y vigilancia.

El Principio 10 está diseñado para abordar si un regulador tiene las facultades para realizar labores de vigilancia, efectuar inspecciones, realizar investigaciones y tomar las oportunas medidas de supervisión, inspección y sanción en relación con las *entidades reguladas*, para garantizar que cumplan la legislación de valores aplicable. Abarca las circunstancias en las que el regulador y los métodos por los que éste podrá obtener información de esas entidades en el curso de sus investigaciones. El Principio 10 aborda también la autoridad del regulador para llevar a cabo la vigilancia y supervisión permanentes de entidades reguladas como medidas preventivas.

Temas Clave

1. El regulador debe estar facultado para exigir la aportación de información en el curso ordinario de su actividad; en respuesta a una investigación o como parte de un ciclo de presentación de informes, o para llevar a cabo inspecciones de las actividades empresariales de entidades reguladas⁴⁸ cuando considere que sea procedente verificar el cumplimiento de las normas aplicables.
 - (a) No debe ser necesario que se sospeche de una vulneración de la ley para permitir que el regulador lleve a cabo inspecciones o exija información de entidades reguladas.
 - (b) El regulador debe ser capaz de realizar inspecciones en las propias oficinas de las entidades reguladas.
2. El regulador debe ser capaz de exigir la aportación de toda la información razonablemente necesaria para examinar el cumplimiento de las normas aplicables; incluidos los libros, registros, documentos, comunicaciones y declaraciones.⁴⁹
3. El regulador debe estar facultado para realizar o supervisar la vigilancia de la actividad de negociación en sus bolsas autorizadas y en las plataformas de contratación reguladas.
4. En caso de que las responsabilidades en materia de aplicación de la regulación hayan sido delegadas en un tercero, incluyendo una SRO, el tercero debe estar sujeto a unos requisitos de divulgación y confidencialidad tan rigurosos como los aplicables al regulador.

⁴⁸ *Outsourcing in Financial Services*, Informe del Foro Conjunto, febrero de 2005, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD184.pdf>.

⁴⁹ *Resolution on Principles for Recordkeeping, Collection of Information, Enforcement Powers and Mutual Cooperation to Improve the Enforcement of Securities and Futures Laws*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, noviembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES15.pdf> ("Resolución sobre mantenimiento de registros", *Resolution on Recordkeeping*).

Cuestiones Clave ⁵⁰

1. ¿Está el regulador facultado para inspeccionar las actividades empresariales de una entidad regulada⁵¹, incluyendo sus libros y registros:
 - (a) Sin previo aviso?
 - (b) En las oficinas de la entidad?
2. ¿Está el regulador facultado para obtener los libros y registros y pedir datos o información de entidades reguladas, sin una actuación judicial, incluso en ausencia de presuntas conductas indebidas:
 - (a) En respuesta a una investigación?
 - (b) De manera rutinaria?
3. ¿Está el regulador facultado para realizar o supervisar la vigilancia de la actividad de negociación en sus bolsas autorizadas y en sus plataformas de negociación reguladas?
4. ¿Presenta el sistema normativo requisitos de mantenimiento de registros y conservación en registros para entidades reguladas?⁵²
5. ¿Se exige que las entidades reguladas:⁵³
 - (a) Lleven registros sobre la identidad de los clientes?⁵⁴
 - (b) Lleven registros que permitan el rastreo de fondos y valores dentro y fuera de las cuentas de valores y bancarias relacionadas con operaciones con valores?
6. ¿Tiene el regulador la autoridad para determinar o tener acceso a la identidad de todos los clientes de entidades reguladas?⁵⁵
7. En caso de que un regulador⁵⁶ externalice o, de otro modo, conceda a un tercero, incluso a una SRO, la facultad de inspección, u otra autoridad de aplicación de la normativa regulatoria:

⁵⁰ Las Cuestiones correspondientes al Principio 10 se han extraído, en general, de la Resolución sobre Registros, *supra*, y han sido confirmadas por el *Multilateral Memorandum of Understanding Concerning Consultation and Cooperation and the Exchange of Information*, IOSCO, mayo de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126.pdf> (el "MMoU de IOSCO").

⁵¹ La expresión "entidad regulada" incluye entidades o personas autorizadas o licenciatarias. Estas entidades reguladas tienen que rendir cuentas al regulador por cualquier actividad delegada.

⁵² La sección de Preguntas más frecuentes del *MMoU de IOSCO* considera que cinco años es el período normal de mantenimiento de registros. Véase también los Principios, 29-32 en relación con los intermediarios de mercado.

⁵³ Mediante la Cuestión Clave 4 se comprueba si una jurisdicción dispone de requisitos de mantenimiento de registros y si hay requisitos de conservación de esos registros para las entidades reguladas. Mediante la Cuestión Clave 5 se comprueba si una jurisdicción tiene determinadas categorías de documentos que deben mantener las entidades reguladas. Estos requisitos pueden encontrarse en la legislación de valores, bancaria, de lucha contra el blanqueo de capitales o en cualquier otra ley de la jurisdicción y los evaluadores deben revisar toda la legislación pertinente de la jurisdicción para conocer estos requisitos.

⁵⁴ Véase *Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*, Informe de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD167.pdf>. Véase también *Initiatives by the BCBS, IAIS and IOSCO to Combat Money Laundering and the Financing of Terrorism*, Informe del Foro Conjunto, junio de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD146.pdf>.

⁵⁵ Véase *Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*, Informe de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD167.pdf>.

⁵⁶ En el caso de una SRO, el regulador debe tener estas facultades como condición de mantenimiento de la

- (a) ¿Supervisa el regulador las funciones externalizadas del tercero?
- (b) ¿Tiene el regulador pleno acceso a la información mantenida u obtenida por el tercero?
- (c) ¿Puede el regulador provocar la introducción de cambios/mejoras en los procesos de terceros?
- (d) ¿Está sujeto el tercero a unos requisitos de divulgación y confidencialidad menos estrictos que los aplicables al regulador?⁵⁷

Notas explicativas

El pleno acceso a la información mantenida u obtenida por el tercero, incluye el acceso a la información que está siendo externalizada por el tercero, teniendo en cuenta que la SRO podría utilizar algunos servicios externalizados para sus actividades de vigilancia e inspección.⁵⁸

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 7(c).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 7(c) y 7(d).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b), 2(a), 2(b), 3, 4, 5(a), 5(b), 6, 7(a) ó 7(b).

autorización. Véase el Principio 9.

⁵⁷ *Outsourcing in Financial Services*, Informe del Foro Conjunto, febrero de 2005, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD184.pdf>.

⁵⁸ Esta nota se refiere a Cuestión Clave 7(b).

Principio 11 El Regulador debe tener amplias facultades para supervisar, inspeccionar y sancionar.

Mientras que el Principio 10 se limita a las entidades reguladas, el Principio 11 está destinado a tener una aplicación más amplia. Como en el caso de las facultades, reflejo de una amplia definición de la supervisión, inspección y sanción, el Principio 11 trata de líneas de actuación, incluyendo investigaciones y procedimientos, a disposición del regulador en caso de incumplimiento, presunto o identificado, por parte de *cualquier persona* de la legislación de valores aplicable.⁵⁹

Al regulador o a cualquier otra autoridad competente se les debe otorgar, por tanto, amplias facultades de investigación y supervisión, inspección y sanción, incluyendo, a título meramente enunciativo aunque no limitativo:

- La facultad de obtener información, registros y declaraciones de cualquier entidad o persona que participe, directa o indirectamente, o que posea información relevante para una investigación, y la facultad de tomar medidas para garantizar el cumplimiento de estas facultades; por ejemplo, solicitando una orden de un tribunal o judicial.
- La facultad de imponer sanciones administrativas eficaces, proporcionales y disuasorias; y/o solicitar órdenes de juzgados o tribunales; y/o para iniciar/remitir el asunto para que se emprendan acciones civiles y/o penales a este respecto.

No es necesario que la responsabilidad de todos los aspectos de la aplicación de la legislación de valores recaiga en un solo órgano. Hay varios modelos que han demostrado ser eficaces. Entre estos, están los modelos en los que las responsabilidades son compartidas entre varias autoridades competentes.

El carácter internacional de los mercados de valores y el hecho de que, con frecuencia, la conducta indebida pueda producirse en varias jurisdicciones, dan lugar a una serie de problemas particulares.

La legislación y las facultades de *enforcement* del regulador deben ser suficientes para asegurar que éste pueda ser eficaz en los casos de conducta indebida transfronteriza.⁶⁰

La información detallada acerca de las facultades que debe tener una autoridad encargada de aplicar la ley se describen, más concretamente, en el Memorando de Entendimiento Multilateral sobre la consulta, la cooperación y el intercambio de información ("MMoU de IOSCO").⁶¹

El tema general de la cooperación internacional y su importancia para una regulación eficaz se aborda en los Principios relativos a la cooperación.

⁵⁹ Véanse *Resolution on Enforcement Powers*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, noviembre de 1997; y *Resolution on Recordkeeping*.

⁶⁰ Véanse *Securities Activity on the Internet*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf> (en particular, las Recomendaciones Clave 14 - 16 y texto); *Securities Activity on the Internet II*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2001, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD120.pdf>; y *Report on Securities Activity on the Internet III*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>.

⁶¹ Véase el Artículo 7 del *MMoU de IOSCO*, mayo de 2002.

Temas Clave

1. El regulador u otra autoridad competente deben tener amplias facultades de investigación y aplicación, incluida la facultad de: solicitar órdenes a un tribunal o judiciales; tomar medidas para ejecutar facultades regulatorias, administrativas o de investigación; imponer sanciones eficaces o solicitarlas; emprender procedimientos penales o remitir el asunto a las autoridades penales.
2. El regulador u otra autoridad competente debe ser capaz de obtener datos, información, documentos, libros y registros, y de tomar, al menos, declaraciones voluntarias o testimonios a cualquier persona; incluidas aquellas entidades y personas terceras (reguladas o no reguladas) que estén involucradas en la conducta en cuestión; o que tengan información pertinente para una indagación/investigación regulatoria o de supervisión, inspección y sanción.
3. Las facultades de supervisión, inspección y sanción no deben poner en peligro los derechos privados a entablar acciones judiciales. Las personas físicas deben ser capaces de solicitar sus propios recursos (incluyendo, por ejemplo, una petición de indemnización, el resarcimiento de los daños y perjuicios, o el cumplimiento exacto de una obligación).
4. En caso de que el ejercicio de las facultades de aplicación requiera la actuación de más de un regulador u otra autoridad competente, debe ser posible una pronta cooperación; incluido el intercambio de información entre sí, con fines de investigación y de supervisión, inspección y sanción.⁶²

Cuestiones Clave

1. ¿Tiene el regulador, u otra autoridad competente, facultades de investigación y supervisión, inspección y sanción para hacer cumplir las disposiciones legales y reglamentarias relativas a actividades con valores?
2. ¿Tiene el regulador, u otra autoridad competente, las siguientes facultades:
 - (a) Facultad para solicitar órdenes a un tribunal o judiciales, para remitir los asuntos para que se puedan emprender procedimientos civiles o para tomar otras medidas a fin de garantizar el cumplimiento de las facultades regulatorias, administrativas y de investigación?
 - (b) Facultad para imponer sanciones administrativas eficaces, proporcionales y disuasorias?⁶³
 - (c) Facultad para emprender procedimientos penales, o para remitir el asunto a la jurisdicción penal?
 - (d) Facultad para ordenar la suspensión de la negociación con valores, o para tomar otras medidas oportunas?⁶⁴

⁶² Principios 1 y 13.

⁶³ Principio 10, Cuestiones Clave, supra. Véase también *Resolution on Recordkeeping*, supra.

⁶⁴ Otras medidas incluyen la imposición de restricciones, o requisitos a la negociación a los distintos participantes en los mercados; por ejemplo: límites de posición, requisitos de presentación de informes, negociación con fines sólo de liquidación, garantías especiales requeridas u otras medidas correctoras. Algunas jurisdicciones también pueden solicitar recursos indemnizatorios. Las actuaciones concretas enumeradas en la Cuestión 2(d) y en esta nota no son más que un ejemplo y no es necesario recibir una evaluación *Completamente Implementado* siempre que el regulador pueda demostrar que las sanciones disponibles son proporcionales, disuasorias y eficaces.

3. ¿Tiene el regulador, u otra autoridad competente, la facultad de investigación y aplicación para poder exigir y obtener de otra persona, incluidas las entidades y personas terceras (reguladas o no reguladas), que esté involucrada en la correspondiente conducta, o que posea información relevante para una indagación/investigación regulatoria o de supervisión, inspección y sanción?^{65 66}
- (a) Registros actuales suficientes para reconstruir todas las operaciones con valores y derivados; incluyendo los registros de todos los fondos y activos transferidos a y desde cuentas bancarias; y de valores relativas a esas operaciones?
 - (b) Registros de operaciones con valores y derivados en los que se identifique:
 - (i) El cliente:
 - (1) Nombre del titular de la cuenta?
 - (2) Persona autorizada para realizar operaciones?
 - (ii) El importe comprado o vendido?
 - (iii) La hora de la operación?
 - (iv) El precio de la operación?
 - (v) La persona y el banco o agente o agencia de valores que se ocupó de la operación?
 - (c) Información localizada en su jurisdicción donde se identifique a las personas que sean titulares efectivas o controlen personas jurídicas organizadas en su jurisdicción?⁶⁷
 - (d) Declaraciones o testimonios?⁶⁸
 - (e) Cualquier otra información, incluyendo documentos y registros bancarios?⁶⁹
4. ¿Pueden las personas físicas solicitar sus propios recursos alegando una conducta indebida relacionada con la legislación de valores?⁷⁰
5. En caso de que una autoridad distinta del regulador deba tomar medidas para supervisar, inspeccionar y sancionar u otras medidas correctoras, ¿puede el regulador compartir la información obtenida a través de sus actividades regulatorias, o de investigación, con esa autoridad?
6. Cuando el regulador sea incapaz de obtener, en su jurisdicción, la información necesaria para una investigación, ¿hay otra autoridad que pueda obtener la información?⁷¹

⁶⁵ *Resolution on Recordkeeping*, supra, y *MMoU de IOSCO*, supra, y las Cuestiones siguientes.

⁶⁶ *Resolution on Recordkeeping*, supra. Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra. Esta Cuestión puede ser contestada afirmativamente si una autoridad competente tiene la autoridad para compartir con su homólogo extranjero toda la información requerida; incluida la información que originariamente esté en poder de otra autoridad nacional competente. Véase también el Principio 10 y el Principio 13, Cuestión Clave 1.

⁶⁷ *Resolution on Recordkeeping*, supra. Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra.

⁶⁸ Al regulador debe permitírsele obtener, al menos, declaraciones voluntarias.

⁶⁹ Incluyendo los registros bancarios; véase el Artículo 7(b)(ii) del *MMoU de IOSCO*.

⁷⁰ No es necesario que estas medidas sean tomadas directamente al amparo de la legislación de valores, sino que podrían adoptarse con arreglo a las disposiciones del Derecho general.

⁷¹ Véase el Principio 15, Cuestión Clave 8.

7. Si es el caso: ¿hay establecidos acuerdos respectivos entre el regulador y la otra autoridad nacional en lo que se refiere al respectivo intercambio de información?⁷²

Notas explicativas

El evaluador debe determinar cómo está diseñado el programa de supervisión, inspección y sanción de la jurisdicción para ejercitar las facultades que se le otorgan.⁷³ La suficiencia de las facultades puede depender de la capacidad de demostrar que se ejercen de forma eficaz. El ámbito de aplicación de las facultades de investigación y supervisión, inspección y sanción conferidas al regulador y/o a otras autoridades, incluyendo la fiscalía, depende de la conducta objeto de la investigación y del régimen jurídico aplicable en la jurisdicción. El evaluador debe averiguar si el sistema como tal es capaz de detectar, investigar y enjuiciar, de una manera eficaz, infracciones de la legislación de valores.

Los reguladores, así como otras autoridades competentes, deben reconocer al aplicar sus facultades de investigación y supervisión, inspección y sanción, que el fraude con valores u otra conducta indebida con valores suele revestir formas inusuales, complejas o nuevas. Deben estar preparados para aplicar sus leyes a tales formas inusuales de fraude y de contribuir activamente, en caso necesario, al desarrollo de su respectiva legislación y sus respectivas metodologías de vigilancia/inspección e investigación.

El evaluador también debe preguntar al regulador sobre su opinión acerca de la suficiencia de las facultades a su alcance en materia sancionadora y de adopción de medidas correctoras.

Entre los ejemplos de medidas utilizadas para hacer cumplir los requisitos de la regulación de los mercados de valores, e impedir y sancionar infracciones relacionadas con valores, cabe citar los siguientes: multas; inhabilitación; suspensión y revocación de la autoridad para hacer negocios; requerimientos o medidas cautelares ordenando el cese de una práctica, directamente o por orden judicial; bloqueo de activos, directamente o por orden judicial; demanda contra personas sin licencia para realizar operaciones con valores o el traslado de dichas actividades a las autoridades penales;⁷⁴ medidas para hacer cumplir requisitos de divulgación y de presentación de informes financieros para emisores; medidas para hacer cumplir normas de conducta, requerimientos de capital y otras normas prudenciales; y medidas destinadas a hacer que los intermediarios de mercado, los operadores de bolsas autorizadas, sistemas de negociación regulados e instituciones de inversión colectiva, y otras entidades de valores reguladas, cumplan la obligación de llevar registros y de presentar informes⁷⁵.

Dichas sanciones no son más que ejemplos y el regulador debe demostrar que existe un espectro de sanciones disponibles que son proporcionales, disuasorias, eficaces y suficientes para cubrir el espectro de infracciones con valores.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables y, cuando la cooperación entre la autoridad y el regulador sea necesaria para tomar medidas, que

⁷² Un acuerdo respectivo podría ser un compromiso o un memorando de entendimiento (MOU, por sus siglas en inglés).

⁷³ Principio 12.

⁷⁴ La expresión "programa de cumplimiento" puede ser entendida, en sentido amplio, como todas las medidas tomadas por un regulador para ejercer las facultades que posee.

⁷⁵ Un ejemplo de una medida para hacer cumplir los requisitos en materia de presentación de informes, sería la facultad de exigir un informe financiero o una declaración informativa modificados.

tales medidas sean sensibles a las prioridades del regulador de valores y se tomen en el momento preciso.

Ampliamente Implementado

No hay una calificación "Ampliamente Implementado" respecto a este Principio.⁷⁶

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 4.

No Implementado

No se ha podido retirar o suspender una licencia o no se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2(a), 2(b), 2(c), 2(d), 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 3(e), 5, 6, ó 7; o fallos demostrados en los acuerdos de cooperación.

⁷⁶ Sin embargo, la categoría de "Ampliamente Implementado" podría aplicarse sobre la base de las "medidas de evaluación" que se describen en la Introducción, página 18

Principio 12 El marco normativo garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión y aplicación de la legislación así como la implantación de un procedimiento efectivo de su cumplimiento.

El Principio 12 exige al regulador demostrar de qué manera el marco normativo establecido, y su propia organización, aseguran un uso efectivo y creíble de las facultades de supervisión, inspección y sanción. En particular, el regulador debe ser capaz de demostrar que hay un sistema para adoptar medidas efectivas de inspección, investigación y sanción y que, cuando sea necesario, se han adoptado tales medidas para responder a conductas indebidas o prácticas abusivas. Un programa eficaz podría, por ejemplo, combinar diversos medios para identificar, detectar, impedir y sancionar esa conducta indebida. Una amplia gama de posibles sanciones podría satisfacer las normas conforme a la naturaleza del sistema jurídico evaluado. El regulador, sin embargo, deberá ser capaz de proporcionar documentación que demuestre que las sanciones aplicables (cualquiera que sea su naturaleza) son eficaces, proporcionales y disuasorias. Las secciones de los Principios que abordan funciones específicas también tratan de las posibles sanciones.

El regulador deberá ser capaz de demostrar que ha hecho y hará en el futuro un uso eficaz y creíble de las facultades de inspección, supervisión y sanción. El uso eficaz y creíble de las facultades depende de que cuente con los poderes suficientes, los recursos adecuados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus facultades. Mientras que el Principio 3 trata de los recursos en general, el Principio 12 abarca el uso de los recursos por el regulador en el cumplimiento de sus funciones y el ejercicio de sus facultades de supervisión, inspección y sanción.

En particular, el regulador deberá ser capaz de demostrar y explicar el modo en que ejerce sus facultades mediante:

- Las actuaciones regulatorias llevadas a cabo en la jurisdicción y los programas de cumplimiento normativo establecidos en las entidades reguladas.
- El tipo de actividades de supervisión permanente, y *ad hoc* (incluidas las inspecciones *in situ*), realizadas en la jurisdicción.
- Las actuaciones de investigación y supervisión, inspección y sanción llevadas a cabo en la jurisdicción.
- Las sanciones impuestas respecto a conductas indebidas detectadas en la jurisdicción.

Temas Clave

1. Para poder tener un sistema eficaz y creíble de supervisión, inspección y sanción, no es suficiente con que un regulador tenga simplemente las facultades legales expuestas en los Principios. El regulador debe ser capaz de:
 - (a) Detectar presuntas infracciones de la ley de una manera eficaz y a tiempo.
 - (b) Recopilar la información significativa necesaria para investigar esas posibles infracciones.

- (c) Ser capaz de utilizar esa información para tomar medidas cuando se detecte una infracción de la ley.
 - (d) Demostrar que tiene establecidos programas y utiliza sus recursos para desarrollar eficazmente las actividades de acuerdo con los Temas Clave 1(a) a (c).
2. Además, el regulador deberá exigir a las entidades reguladas que implanten un sistema de cumplimiento normativo destinado a prevenir, detectar y corregir infracciones de la legislación de valores, que incluya:
- (a) Inspecciones o autorrevisiones, mediante la aplicación de unas metodologías y técnicas que sean adecuadas, pero que puedan variar de una jurisdicción a otra.
 - (b) Otras técnicas de control o vigilancia.

Cuestiones Clave

Detección de infracciones

1. ¿Existe un sistema eficaz de inspección establecido, mediante el cual el regulador lleva a cabo inspecciones:
 - (a) Periódicas rutinarias?
 - (b) Basadas en una evaluación de riesgos?
 - (c) En respuesta a información recibida no periódica (p. ej., quejas de inversionistas, indicios y quejas de otra procedencia)?
2. ¿Existe un sistema automatizado que identifique operaciones inusuales en las bolsas autorizadas y sistemas de negociación regulados?
3. ¿Puede el regulador demostrar que posee mecanismos y procedimientos adecuados para detectar e investigar:
 - (a) La manipulación del mercado y/o de precios?
 - (b) Información privilegiada?
 - (c) Información engañosa u otras prácticas fraudulentas o de manipulación relativas a valores y derivados?
 - (d) El incumplimiento de otros requerimientos de la regulación requisitos regulatorios, por ejemplo: normas de conducta empresarial, adecuación de capital, difusión ó segregación de activos de los clientes?⁷⁷
4. ¿Cuenta el regulador con un sistema adecuado para recibir y responder a la información que recibe?

Marco de cumplimiento normativo

5. ¿Exige el regulador que las entidades reguladas establezcan procedimientos de supervisión y cumplimiento normativo diseñados razonablemente para evitar infracciones de la legislación de valores?

⁷⁷ MMoU de IOSCO, supra.

6. ¿Controla el regulador la manera en que se ejecutan y comunican los procedimientos de cumplimiento normativo a los empleados de dichas entidades?
7. ¿Puede el regulador adoptar medidas disciplinarias contra entidades reguladas, o sancionar a entidades reguladas por no supervisar razonablemente al personal subordinado, cuyas actividades infrinjan la legislación de valores?
8. ¿Exige el regulador mecanismos de vigilancia del mercado que permitan una auditoría de la ejecución y negociación de todas las operaciones en bolsas autorizadas y sistemas de negociación regulados?⁷⁸

Eficacia

9. Basándose en unos criterios articulados, ¿dispone el regulador, u otra autoridad competente, de un programa eficaz de supervisión, inspección y sanción para hacer cumplir la legislación de valores?

Notas explicativas

A la hora de evaluar este Principio, el evaluador también debe consultar los Principios 10 y 11 relativos a las facultades; los Principios 13 y 15 en materia de cooperación; así como los Principios 2 y 3, en relación con la suficiencia de los recursos, procedimientos y la rendición de cuentas de los reguladores.

El evaluador debe evaluar si hay pruebas de que se haya establecido un sistema eficaz para detectar infracciones; recopilar y utilizar información; fomentar el cumplimiento normativo y sancionar incumplimientos; mediante la utilización de facultades de vigilancia, inspección, investigación, ejecución e intervención. Debe realizarse un uso eficaz y creíble de estas facultades en relación con las distintas áreas de la regulación de los mercados de valores.

El regulador o un tercero, incluyendo una SRO, debe ser capaz de mostrar al evaluador que existen registros y otras pruebas materiales que describan las actividades de supervisión inspección y sanción; incluyendo disposiciones legislativas, directrices publicadas y comunicados de prensa ilustrativos; sobre casos en los que se haya inspeccionado y sancionado y sobre quejas y resoluciones, en el supuesto de que sean públicas

A la hora de evaluar un programa de inspecciones basado en riesgos, el evaluador debe determinar cómo se establecen las prioridades, así como la forma en que se ajustan o actualizan dichas prioridades; por ejemplo, mediante el uso de una revisión de informes financieros periódicos u otros mecanismos. Basta con que se ofrezca un sistema de solución de quejas en el marco normativo a través de un defensor del inversionista, un servicio externo de solución de diferencias, u otro sistema mediante terceros, o a través de la supervisión de los acuerdos con cada empresa.

A la hora de evaluar la eficacia de un programa de supervisión, inspección y sanción, el evaluador debe evaluar si el regulador utiliza las facultades establecidas en el Principio 11, Cuestión Clave 2(a) y 2(d).

La falta de personal capacitado para poner en funcionamiento un sistema automatizado como el indicado en la Cuestión Clave 2 es un fuerte indicador de que la respuesta a la respectiva Cuestión debe ser negativa.

Hay clarísimos indicios de que no puede responderse afirmativamente a la Cuestión Clave 3(a) y 3(b) si la respuesta a la Cuestión Clave 2 ha sido negativa.

⁷⁸ Los evaluadores deberán verificar si se contempla la auditoría de las operaciones y si, de hecho, se ha realizado.

En relación con la Cuestión Clave 9, los evaluadores deben articular los parámetros utilizados para llegar a sus conclusiones sobre la eficacia de un programa de supervisión, inspección y sanción. Estos parámetros podrían incluir, aunque no necesariamente, los siguientes: (1) recursos destinados a un programa de supervisión, inspección y sanción; (2) nivel de sanciones impuestas cada año; (3) costo del capital en la jurisdicción como medida de la confianza de los inversionistas en el programa de supervisión, inspección y sanción; (4) número de expedientes archivados cada año; y (5) número y tipo de investigaciones llevadas a cabo cada año.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a cualquiera de las Cuestiones 1(a) ó 1(b), así como a todas las demás Cuestiones aplicables, bien entendido que, en el caso de una respuesta afirmativa sólo a la Cuestión 1(b), debe haber algún medio de identificar los cambios en las prioridades en materia de riesgos, o en el estado de las empresas potencialmente sujetas a inspección y la capacidad de demostrar una cobertura eficaz.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a cualquiera de las Cuestiones 1(a) ó 1(b), y a todas las demás Cuestiones aplicables, salvo a las Cuestiones 2, 4 y 8, y/o hay establecido un sistema de investigación, vigilancia y supervisión, inspección y sanción, pero es necesario destinar más recursos a garantizar una gestión eficaz. Puede que sean necesarios ajustes en el funcionamiento del sistema, o que determinadas facultades aconsejables sean necesarias (consúltese el Principio 10) para poder ampliar el sistema, con el fin de hacerlo más eficaz.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a cualquiera de las Cuestiones 1(a) ó 1(b) y a las Cuestiones 1(c), 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 5, 6 y 7, y el regulador puede demostrar que dispone de un programa activo de supervisión, inspección y sanción y cumplimiento normativo; aunque existen algunas deficiencias en cuanto a su activación a tiempo o su cobertura.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a las Cuestiones 1(a) y 1(b), o a una o varias de las Cuestiones 1(c), 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 5, 6, 7 ó 9.

D. PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

1. *Preámbulo*

Los Principios 13, 14 y 15 tratan de la cooperación entre los reguladores, y sus homólogos nacionales y extranjeros, al efecto de realizar investigaciones, aplicar la ley y cumplir otros fines.⁷⁹

La creciente internacionalización de las actividades financieras y la globalización de los mercados pueden hacer que la información esté más allá del alcance jurisdiccional inmediato de un regulador individual. Ello da una importancia adicional a la necesidad de la cooperación internacional.

El fraude, la manipulación del mercado, el tráfico de información privilegiada y otras actividades ilícitas, como la prestación no autorizada de servicios financieros que traspasen las fronteras jurisdiccionales, pueden tener lugar y, de hecho, suceden con cada vez mayor frecuencia en un mercado mundial con la ayuda de las telecomunicaciones modernas.

La cooperación es vital para garantizar que las investigaciones y las medidas de supervisión, inspección y sanción no se vean obstaculizadas innecesariamente por las fronteras jurisdiccionales. El Principio 13 mide el grado de capacidad de un regulador para compartir información. El Principio 14 aborda si el regulador dispone de mecanismos para establecer cuándo y cómo compartirá el regulador información con sus homólogos. El Principio 15 se refiere a los tipos de ayuda que un regulador puede proporcionar a un homólogo.

Es posible que haya una importante necesidad de compartir información a nivel nacional. En aquellos casos en que exista más de un regulador, o en los que la legislación de valores se sobreponga con el Derecho general de una jurisdicción, la necesidad de una cooperación nacional puede extenderse más allá de las cuestiones de supervisión, inspección y sanción e incluir información pertinente para la autorización de actuar en una determinada calidad, así como para la reducción del riesgo sistémico; por ejemplo, cuando haya divisiones de responsabilidad respecto a los sectores de valores, bancario y otros sectores financieros.⁸⁰

El MMoU de IOSCO se ha diseñado para facilitar, entre otras cosas, la aplicación de los Principios 13, 14 y 15. De este modo, la autoridad que no esté en condiciones de firmar el MMoU de IOSCO no podrá recibir la calificación *Completamente Implementado* respecto, al menos, uno de estos Principios. Y viceversa, la adhesión al MMoU de IOSCO es un potente indicador de que esos Principios se aplican por completo, ya que la autoridad tiene la facultad legal precisa para cumplir las normas internacionales articuladas en el MMoU de IOSCO. No obstante, la adhesión al MMoU de IOSCO no debe llevar automáticamente a la conclusión de que los Principios se aplican completamente, ya que es posible —por ejemplo— que la autoridad en cuestión carezca de los recursos, y/o de la capacidad práctica, para ayudar correctamente en el momento de la evaluación de los Principios.

⁷⁹ Por ejemplo, el intercambio de información con otros fines reguladores puede requerir entre otras cosas: intercambio rutinario de información sobre actividades cuestionables y fraudes probados; información sobre cualquier duda acerca de un solicitante en relación con decisiones sobre licencias, autorizaciones o admisibilidad; admisión a cotización o inscripción de valores; información sobre las circunstancias actuales del titular de una licencia o de un emisor; información que sea necesaria para reducir al mínimo los efectos adversos de las perturbaciones del mercado, incluyendo planes para contingencias, personas de contacto y medidas estructurales para afrontar perturbaciones del mercado; e información sobre condiciones de mercado, como medidas adoptadas por las autoridades del mercado, precios, actividades de negociación, datos de mercado, etc.

⁸⁰ Principios 1 y 3.

La cooperación internacional entre los reguladores también es necesaria para una regulación y supervisión eficaces de los mercados domésticos. La incapacidad para proporcionar ayuda en tareas de regulación y supervisión puede poner seriamente en peligro los esfuerzos en pos de una regulación de los mercados de valores eficaz. Las legislaciones nacionales tienen que eliminar los obstáculos a la cooperación internacional.⁸¹

2. *Ámbito de aplicación*

El regulador debe identificar con qué otros organismos dentro de la jurisdicción necesita cooperar, en virtud de qué acuerdos y con qué fines. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones podría ser necesario obtener información de otra autoridad dentro de la jurisdicción; o confiar en otra autoridad para llevar a cabo, o iniciar, una actuación encaminada a supervisar, inspeccionar y sancionar. El regulador debe ser capaz de demostrar los portales, o canales, a través de los cuales puede ponerse a disposición la información requerida; y que esos canales funcionen cuando sea necesario. Además, el regulador debe identificar las leyes de la jurisdicción, como las relativas al bloqueo de valores, secreto bancario u otros tipos de legislación o de decisiones judiciales, que puedan afectar a su capacidad de cooperar con otros organismos.

La capacidad de un regulador para cooperar está estrechamente relacionada con sus facultades para obtener y mantener en secreto la información solicitada por sus homólogos extranjeros, tal como se establece en los Principios relativos al Regulador, para las SROs, así como en el MMoU de IOSCO.

⁸¹ Véase *Report on the Self-Evaluation Conducted by IOSCO Members Pursuant to the 1994 IOSCO Resolution on "Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance"*, Informe de IOSCO, noviembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD76.pdf>; *Securities Activity on the Internet*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf> (en especial, las Recomendaciones Clave 21-24 y texto); y *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Review and Additions*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD111.pdf>. Véase también *Resolution on Enforcement Powers*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, noviembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES14.pdf>; *Resolution on Recordkeeping*, *supra*; *IOSCO Multilateral MOU*, IOSCO, mayo de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126.pdf>; y *Report on Securities Activity on the Internet III*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>.

3. *Principios 13 a 15*

Principio 13 El Regulador debe estar autorizado para compartir tanto información pública como confidencial con sus homólogos nacionales y extranjeros.

Este Principio se refiere a la facultad del/de los regulador(es) para compartir información, tanto pública como confidencial, existente en sus archivos, o que obtengan a través de inspecciones e investigaciones, *sin otro proceso externo*. Al compartir información confidencial, el regulador solicitada debe tener cuidado para garantizar que el uso de dicha información sea coherente con la finalidad para la cual sea compartida, así como para preservar su confidencialidad Supeditada a tales usos

Es posible que haya una importante necesidad de compartir información a nivel nacional con otras autoridades nacionales. Los casos de fraude, o blanqueo de capitales, que conlleven operaciones con valores pueden requerir una estrecha cooperación entre dos o más organismos nacionales, incluyendo las fuerzas de seguridad y los reguladores y judiciales. La necesidad de cooperación a escala nacional también es importante en el contexto de la supervisión e incluirá información pertinente para la autorización para poder actuar en una determinada calidad, y para poder reducir el riesgo sistémico; especialmente cuando haya divisiones de responsabilidad respecto a los sectores de valores, el sector bancario y otros sectores financieros.

La cooperación internacional entre los reguladores también es necesaria para una regulación y supervisión eficaces de los mercados domésticos. La incapacidad para proporcionar ayuda en tareas de regulación y supervisión puede poner seriamente en peligro los esfuerzos en pos de una regulación de los mercados de valores eficaz. Las legislaciones nacionales tienen que eliminar los obstáculos a la cooperación internacional.⁸²

La eliminación de cualesquiera condiciones de "doble ilegalidad" para el intercambio de información y la cooperación en materia regulatoria es esencial. Con carácter transitorio, mientras una jurisdicción avance hacia la eliminación de las condiciones de doble ilegalidad, es fundamental que cualesquiera condiciones sean interpretadas de forma flexible y de una manera que minimice el impacto sobre la cooperación internacional.

⁸² Véase *Report on the Self-Evaluation Conducted by IOSCO Members Pursuant to the 1994 IOSCO Resolution on "Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance"*, Informe de IOSCO, noviembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD76.pdf>; *Securities Activity on the Internet*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf> (en especial, las Recomendaciones Clave 21-24 y texto); y *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Review and Additions*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD111.pdf>. Véase también *Resolution on Enforcement Powers*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, noviembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES14.pdf>; *Resolution on Recordkeeping*, *supra*; *IOSCO Multilateral MOU*, IOSCO, mayo de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD126.pdf>; y *Report on Securities Activity on the Internet III*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

Aunque los reguladores tengan diferentes enfoques de supervisión, cada uno tiene un interés común en intercambiar información, así como cooperar con base en la confianza ganada en los sistemas de regulación y supervisión del resto.⁸³

La forma y el contenido de la cooperación variarán de un caso a otro.⁸⁴ Es esencial que no sólo pueda prestarse ayuda para su uso en investigaciones, sino también para otros tipos de indagaciones; por ejemplo, como parte de un programa de cumplimiento normativo, con el fin de prevenir actividades ilícitas en el ámbito de la regulación de los mercados de valores, o para ayudar a proporcionar o compartir técnicas de supervisión, inspección y sanción entre los reguladores.

La información que haya sido proporcionada a un regulador con fines de investigación y supervisión, inspección y sanción debe poder ser compartida, directa o indirectamente, a través de las autoridades de su jurisdicción para su uso en la investigación y persecución criminal (por la vía administrativa, civil y penal) de una infracción relacionada con los mercados de valores.

La cooperación en el contexto de la supervisión también es importante. Existe la necesidad de intercambiar información general y más específica acerca de las cuestiones que preocupan a los reguladores; incluyendo la información financiera y cualquier otra información necesaria para la supervisión, los conocimientos técnicos, la vigilancia y la educación de los inversionistas. El intercambio de la información relativa a los riesgos sistémicos también debe ser un elemento esencial de la cooperación entre jurisdicciones, como sucede con el Principio 6.

Las entidades reguladas activas en todo el mundo, concretamente en lo relativo a su cultura de cumplimiento normativo, la situación financiera y la exposición a riesgos, deben ser objeto de un intercambio de información *ad hoc*, así como de una manera más organizada y específica.

Temas Clave ⁸⁵

1. Un regulador debe ser capaz de compartir información tanto pública como confidencial con otras autoridades nacionales.
2. Un regulador debe ser capaz de compartir información, tanto pública como confidencial, con sus homólogos extranjeros.
3. Las legislaciones nacionales no deben obstaculizar la cooperación internacional mediante el intercambio de información con fines reguladores, de vigilancia, asistencia técnica o de supervisión, inspección y sanción.

⁸³ *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2010, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>.

⁸⁴ La cooperación puede requerir: el intercambio rutinario de información sobre actividades cuestionables y fraudes probados; información sobre cualquier duda acerca de un solicitante en relación con decisiones sobre licencias, autorizaciones o admisibilidad; admisión a cotización o inscripción de valores; información sobre las circunstancias actuales del titular de una licencia o de un emisor; información que sea necesaria para reducir al mínimo los efectos adversos de las perturbaciones del mercado; que incluiría planes para contingencias, personas de contacto y medidas estructurales para afrontar perturbaciones del mercado; e información sobre las condiciones del mercado; como las medidas adoptadas por las autoridades del mercado, precios, actividades de negociación, datos de mercado, *Multi-jurisdictional Information Sharing for Market Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2007, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD248.pdf>.

⁸⁵ *Resolution on Recordkeeping*, supra. Véase también el MMoU de IOSCO, supra.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

4. En caso de compartirse información confidencial obtenida por el regulador en el ejercicio de sus funciones, o facultades con otra Autoridad competente; ya sea en el plano nacional o internacional; el regulador debe poder garantizar que la información sea aportada con sujeción a unas condiciones que, en la medida en que ello sea compatible con la finalidad de la divulgación, preserven la confidencialidad de esa información.

Cuestiones Clave

1. ¿Está autorizado el regulador, respecto a cada uno de los reguladores identificados,⁸⁶ para compartir información con el resto de los reguladores y autoridades *nacionales* sobre:
 - (a) Cuestiones de investigación y supervisión, inspección y sanción?
 - (b) Decisiones relacionadas con la autorización, la concesión de licencias o aprobaciones?
 - (c) Vigilancia?
 - (d) Condiciones y hechos del mercado?
 - (e) Identificación de los clientes, incluso de personas que sean titulares efectivos o controlen personas jurídicas organizadas en la jurisdicción del regulador?
 - (f) Entidades reguladas?
 - (g) Empresas cotizadas en bolsa y empresas que soliciten la admisión a cotización de sus valores?⁸⁷
2. ¿Puede el regulador compartir la información descrita en la Cuestión Clave 1 con fines de regulación y supervisión, inspección y sanción con otras autoridades nacionales, sin necesidad de una aprobación externa⁸⁸, como la otorgada por el correspondiente ministro del Gobierno o un procurador?
3. ¿Está autorizado el regulador para compartir información con sus homólogos extranjeros con respecto a cada una de las materias enumeradas en la Cuestión Clave 1?⁸⁹:
 - (a) Cuestiones de investigación y supervisión, inspección y sanción

⁸⁶ Es decir, los reguladores que tengan la responsabilidad de hacer cumplir la legislación de valores, identificados como parte del proceso de evaluación.

⁸⁷ *Resolution on International Equity Offers*, Comité de Presidentes de IOSCO, septiembre de 1989, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES41.pdf>; *Guidance on Information Sharing*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD86.pdf>. Véase también, *MMoU de IOSCO*, supra.

⁸⁸ Si dicha aprobación es una mera formalidad y ocurre de inmediato, el regulador podría recibir una calificación de evaluación *Completamente Implementado*, a pesar de requerirse esa aprobación. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones el Fiscal General del Estado o cargos públicos similares dan el visto bueno a actuaciones como máxima autoridad legal en el sistema. Lo ideal es que, en circunstancias nacionales, algún intercambio de información sea aprobado previamente.

⁸⁹ *Resolution on Recordkeeping*, supra. Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra. Esta Cuestión puede ser contestada afirmativamente si una autoridad competente tiene la autoridad para compartir con su homólogo extranjero toda la información requerida, incluida la información que originariamente esté en poder de otra autoridad nacional competente.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

- (b) Decisiones relacionadas con la autorización, la concesión de licencias o aprobaciones
 - (c) La vigilancia
 - (d) Las condiciones y hechos del mercado
 - (e) La identificación de los clientes, incluso de personas que sean titulares efectivos o controlen personas jurídicas organizadas en la jurisdicción del regulador
 - (f) Entidades reguladas
 - (g) Empresas cotizadas en bolsa y empresas que soliciten la admisión a cotización de sus valores
4. ¿Puede el regulador compartir la información identificada en la Cuestión Clave 3, con fines reguladores y de supervisión, inspección y sanción, con sus homólogos *extranjeros* sin necesidad de una aprobación externa,⁹⁰ como la otorgada por el correspondiente ministro del Gobierno o un fiscal?
 5. ¿Puede el regulador proporcionar información a otras autoridades *nacionales* y *extranjeras* previa solicitud de las mismas?
 6. ¿Puede el regulador compartir información con sus homólogos *extranjeros*, incluso si la presunta conducta no constituyese una infracción de la legislación de la jurisdicción del regulador, si se llevó a cabo dentro de esa jurisdicción?⁹¹
 7. ¿Puede el regulador compartir con sus homólogos *nacionales* y *extranjeros* información y registros en los que se identifique a la persona; o las personas sea(n) titular(es) efectivo(s), o control(en) cuentas bancarias relacionadas con operaciones con valores y derivados, y cuentas de valores; así como la información necesaria para reconstruir una operación, incluyendo los registros bancarios?⁹²
 8. ¿Proporciona el sistema normativo suficientes garantías de que la información confidencial obtenida por el regulador en el ejercicio de sus funciones o facultades; que sea compartida con otra autoridad competente, ya sea en el plano nacional o internacional; esté sujeta a las oportunas normas de confidencialidad?

Notas explicativas

La solicitud de una licencia puede recibirse de una persona que se sepa que está inscrita en otra jurisdicción, la inscripción también puede solicitarse de los documentos constitutivos de la misma oferta en varias jurisdicciones. Del mismo modo, las amenazas para la estabilidad sistémica no se limitan a factores internos y pueden incluir el comportamiento de las instituciones financieras individuales en otra jurisdicción.

Además, un número cada vez mayor de empresas dispone de valores admitidos a cotización en más de una jurisdicción, y es común que una parte importante de la actividad comercial de un

⁹⁰ Si dicha aprobación es una mera formalidad y ocurre de inmediato, el regulador podría recibir una calificación de evaluación *Completamente Implementado*, a pesar de requerirse esa aprobación. Consúltese el ejemplo anterior en la nota 88.

⁹¹ *Principles for Memoranda of Understanding*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1991, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD17.pdf>; *MMoU de IOSCO*, supra.

⁹² *Resolution on Recordkeeping*, supra. Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

emisor tenga lugar en un país distinto de aquel donde coticen sus acciones. Con frecuencia, los inversionistas invierten en mercados y valores extranjeros, directamente o a través de fondos gestionados. Un número cada vez mayor de instituciones de inversión colectiva se comercializa en distintos países. También es común que los promotores, gestoras y custodios de esas instituciones estén radicados en varias jurisdicciones diferentes y puede que no estén en la misma jurisdicción que los inversionistas para los que se promueve la institución.

Es posible que se negocien productos financieros similares en diversos mercados de varios países; además, hay muchos derivados en los que el producto o el precio de referencia subyacentes se negocian, producen u obtienen en mercados extranjeros.

Sin perjuicio de la obligación de cooperar a nivel nacional, cuando la información sea transmitida a través de un canal internacional, los usos de esa información pueden ser restringidos a los usos especificados en el acuerdo de intercambio de información. Cuando la información sea obtenida por un homólogo extranjero, no se permite usar esta información al margen de los usos previstos por el MMoU de IOSCO. Si hubiese necesidad de utilizar esta información de una forma no amparada por el MMoU de IOSCO, la Autoridad solicitante deberá obtener el consentimiento de la Autoridad solicitada.

Si existiesen leyes sobre el secreto bancario, la confidencialidad o el bloqueo de valores, el regulador debe ser capaz de demostrar si hay excepciones a estas leyes que permitan al regulador obtener y compartir la información con sus homólogos extranjeros⁹³. Los evaluadores deben preguntarse si ha habido causas judiciales u otros acontecimientos que arrojen dudas acerca de si las facultades otorgadas al regulador son, de hecho, exigibles.

Los Principios reconocen que el regulador puede legítimamente imponer condiciones cuando comparta información, especialmente información confidencial, con sus homólogos nacionales y extranjeros. Las condiciones podrían incluir una garantía del uso adecuado de la información para garantizar la confidencialidad de la información, salvo conforme a los usos permitidos, como en el caso de las medidas coercitivas públicas para las que solicitó la información. Véase también el Principio 14, que aborda, de manera más general, las protecciones de la confidencialidad.

Una Autoridad solicitada podrá denegar una solicitud de ayuda:

1. En caso de que la solicitud exigiese que la Autoridad solicitada actúe de una forma que infrinja la legislación nacional.
2. Por razones de interés público o de interés nacional esencial;
3. Cuando ya se haya iniciado un proceso penal en la jurisdicción de la autoridad requerida, en base a los mismos hechos y contra las mismas personas; o en ocasiones en las que las autoridades competentes de la jurisdicción de la Autoridad solicitada impongan a las mismas personas sanciones punitivas firmes por los mismos cargos; a menos que la Autoridad solicitante pueda demostrar que la exención o las sanciones solicitadas en cualquier procedimiento incoado por la Autoridad solicitante no serían de la misma naturaleza, ni una duplicación de las exenciones o sanciones obtenidas en la jurisdicción de la Autoridad solicitada; o
4. en caso de que la solicitud no se haga de conformidad con lo dispuesto en el MMoU de IOSCO.

⁹³ Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

En caso de denegación de una solicitud de ayuda, o cuando la legislación nacional no prevea ayuda, la Autoridad solicitada aportará las razones por las que no concede la ayuda y consultará a la Autoridad solicitante.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere una respuesta afirmativa a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere una respuesta afirmativa a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 2 y 4, siempre que el intercambio de información pueda ocurrir en el momento oportuno.

Parcialmente Implementado

Requiere una respuesta afirmativa a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 3(c) siempre que la información pueda facilitarse en casos concretos, a las Cuestiones 2 y 4 si no se cumplen las condiciones para la calificación de evaluación *Ampliamente Implementado*, y a la Cuestión 5.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 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) ó 6, 7 y 8 ó no se ha podido actuar, de forma significativa, de una manera oportuna, por lo que este Principio no puede considerarse como Implementado.

Principio 14 Los Reguladores deben establecer mecanismos de intercambio de información que indiquen cuándo y cómo van a compartir información tanto pública como confidencial con sus homólogos nacionales y extranjeros.

Los reguladores de valores han utilizado desde hace mucho tiempo Memorandos de Entendimiento (MOUs, por sus siglas en inglés) para facilitar la consulta, la cooperación y el intercambio de información en materia de aplicación de la legislación de valores. Estos MOUs de supervisión, inspección y sanción permiten a los reguladores que sospechen que se ha producido una infracción de su legislación, y/o normativa pedir una ayuda ad hoc a sus homólogos en el extranjero cuando las pruebas de la posible infracción estén fuera de sus jurisdicciones. La mayoría de estos MOUs se han celebrado de forma bilateral; desde 2005, el MMoU de IOSCO se ha convertido en la norma mundial mínima obligatoria en materia de cooperación entre reguladores de valores.

Más recientemente, los reguladores de valores han llegado a reconocer que una supervisión y vigilancia eficaces en el entorno global actual exige que los reguladores estén equipados con herramientas, no sólo para ayudar a hacer cumplir la legislación de valores (que, por naturaleza, son *ad hoc* y se centran en el intercambio de información relacionada con una determinada infracción potencial), sino también para la cooperación regulatoria; tanto permanente como *ad hoc*; en la supervisión de entidades reguladas. Esta cooperación es esencial para ayudar a garantizar una regulación eficiente y sin problemas de las entidades reguladas activas en todo el mundo, de una manera plenamente compatible con las leyes y los requisitos de todas las jurisdicciones involucradas. Una gran parte de esta colaboración y cooperación se ha desarrollado de manera *ad hoc*, aunque también se han establecido formas más asentadas, incluyendo los MOUs y colegios de supervisión.

Los MoUs facilitan el proceso de intercambio de información aclarando los usos permitidos, los acuerdos de confidencialidad y otros procedimientos operativos entre las partes.

Temas Clave ⁹⁴

1. El diseño de los mecanismos de intercambio de información debe tener en cuenta los siguientes factores:
 - (a) Qué autoridad del mercado o regulador tiene acceso y es capaz de proporcionar la información o ayuda.
 - (b) Cómo puede obtenerse ese acceso con arreglo a la legislación aplicable.
 - (c) Confidencialidad conforme a la legislación aplicable.
 - (d) Uso permitido con arreglo a la legislación aplicable.
 - (e) La forma y el momento de la ayuda o del intercambio de información.

⁹⁴ *Principles for Memoranda of Understanding*, supra. Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra. *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation* Capítulo 8 Informe de Supervisión.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

- (f) La aplicabilidad de otros acuerdos, incluidos los MOUs entre dichas autoridades, para compartir información financiera e información obtenida en investigaciones.
2. En caso de compartirse información confidencial obtenida por el regulador en el ejercicio de sus funciones o facultades con otra autoridad, debe tenerse especial cuidado para garantizar que la información sea aportada con sujeción a unas condiciones que, en la medida en que ello sea compatible con la finalidad de la divulgación, preserven la confidencialidad de esa información.
3. El regulador debe ser capaz de mantener la confidencialidad de la solicitud de conformidad con lo dispuesto en el artículo 11 del MMoU de IOSCO.

Cuestiones Clave

1. ¿Está facultado el regulador, por la ley, las normas o como una cuestión de práctica administrativa, para poder celebrar acuerdos de intercambio de información (formales o informales) con otras autoridades nacionales?
2. ¿Está facultado el regulador, por la ley, las normas o como una cuestión de práctica administrativa, para poder celebrar acuerdos de intercambio de información (formales o informales) con sus homólogos extranjeros?
3. ¿Es el regulador uno de los firmantes del MMoU de IOSCO? (en caso afirmativo, por favor salte la Cuestión 4(a)⁹⁵)?
4. ¿Ha diseñado el regulador correspondiente mecanismos de intercambio de información para:
 - (a) Facilitar la detección y disuasión de conductas indebidas?
 - (b) Ayudar a desempeñar las responsabilidades en materia de concesión de licencias, vigilancia y supervisión, inspección y sanción?⁹⁶
5. Cuando lo justifique la amplitud de la actividad transfronteriza y la capacidad de ofrecer ayuda recíproca, ¿intenta activamente el regulador establecer acuerdos de intercambio de información con reguladores *extranjeros*?
6. ¿Están estos acuerdos documentados por escrito?
7. ¿Toma el regulador medidas para garantizar la existencia de salvaguardias para proteger la confidencialidad de la información transmitida de manera compatible con sus usos?⁹⁷
8. ¿Puede el regulador mantener la confidencialidad de la solicitud de información recibida de un regulador extranjero de conformidad con lo dispuesto en el Artículo 11 del MMoU de IOSCO?
9. ¿Puede el regulador demostrar que comparte información, en caso de estar establecidas las salvaguardias oportunas, cuando se lo pide otra autoridad nacional o un homólogo extranjero?

⁹⁵ Véase el Artículo 4 del *MMoU de IOSCO*.

⁹⁶ Cuando la persona objeto de la investigación sea conocida por la autoridad solicitada.

⁹⁷ *Principles for Memoranda of Understanding*, supra. Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra.

Notas explicativas

Este Principio puede cumplirse utilizando una variedad de mecanismos de intercambio de información propia de una entidad y de datos de mercado, cada uno de los cuales abordan tipos de intercambio de información diferentes, aunque están superpuestos. Cada uno de estos mecanismos también respalda a los demás, consiguiendo que todos ellos sean más eficaces cuando se utilicen conjuntamente, como parte de una única estrategia de cooperación supervisora general entre los miembros de IOSCO. Todos estos mecanismos diferentes posiblemente serán, sin embargo, útiles para los reguladores de valores con diferentes fines.⁹⁸

Los memorandos de entendimiento u otros acuerdos documentados pueden contribuir a aumentar la seguridad y, en algunos casos, la rapidez del proceso de intercambio de información. No obstante, la mera formalidad de un acuerdo no es un sustituto de una cooperación estrecha y colaboradora.

El evaluador debe ser capaz de proporcionar pruebas reales de la utilidad de los acuerdos de cooperación existentes. Por ejemplo, el regulador debe ser capaz de demostrar que puede compartir información, y que lo hace de forma efectiva, cuando se lo pida otra autoridad. Si esto no es posible, el evaluador debe poner en duda la eficacia de los acuerdos, formales o informales. La evaluación no se ocupa de si el regulador obtiene la información directa o indirectamente.⁹⁹

El regulador debe identificar las respuestas a las solicitudes de ayuda y proporcionar ejemplos de respuestas satisfactorias y fundamentales. El regulador debe aportar una lista con el número de solicitudes de ayuda recibidas, el tipo de ayuda solicitada para cada solicitud, el regulador también debe proporcionar ejemplos de respuestas satisfactorias y fundamentales¹⁰⁰. El regulador también debe proporcionar información si hay casos en los que la cooperación haya sido denegada e indicar la razón de esa denegación. Si no se hubieran producido casos prácticos, el regulador debe ser capaz de demostrar que tiene establecidos procesos internos que dan respuesta a los problemas anteriormente mencionados.

En el contexto del MMoU de IOSCO, el regulador debe estar en condiciones de demostrar su capacidad práctica para compartir información necesaria en virtud del MMoU de IOSCO y mostrar casos reales en los que la información requerida conforme al MMoU de IOSCO fue compartida con sus homólogos extranjeros.

En virtud del MMoU de IOSCO, cada autoridad mantendrá en secreto las solicitudes presentadas con arreglo al MMoU de IOSCO, el contenido de dicha solicitud y cualesquiera cuestiones derivadas del MMoU de IOSCO, incluidas las consultas entre autoridades y la ayuda no solicitada. Previa consulta a la Autoridad solicitante, la Autoridad solicitada podrá revelar que la Autoridad solicitante ha presentado esa solicitud, si tal revelación es necesaria para responder a la solicitud. En este contexto, es muy importante mantener la confidencialidad con respecto a las solicitudes y a la información recibida de otra autoridad. De conformidad con lo dispuesto en el Artículo 11(b) del MMoU de IOSCO, la Autoridad que haya presentado una solicitud mantendrá en secreto los documentos y la información

⁹⁸ Véase el preámbulo de *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*, supra (Capítulo 8 Mecanismos de cooperación en materia de supervisión).

⁹⁹ *Resolution on Recordkeeping*, supra. Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra. Esta Cuestión puede ser contestada afirmativamente si una autoridad competente tiene la autoridad para compartir con su homólogo extranjero toda la información requerida, incluida la información que originariamente esté en poder de otra autoridad nacional competente.

¹⁰⁰ De manera compatible con las obligaciones de confidencialidad (incluido el Artículo 11 del *MMoU de IOSCO*), el regulador debe, al aportar ejemplos de respuestas satisfactorias y fundamentales, plantearse no hacer ningún tipo de menciones en las que se identifique a su homólogo y a cualesquiera personas o empresas.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

confidenciales recibidos en virtud del MMoU, salvo tal como se establece en el Artículo 10(a) de MMoU de IOSCO, o en respuesta a una demanda legalmente exigible. En este último caso, la Autoridad solicitante debe enviar una notificación a la Autoridad solicitada antes de cumplir la exigencia, y de hacer valer las oportunas exenciones legales de privilegios con respecto a la información en cuestión que haya disponibles.

El evaluador debe evaluar hasta qué punto el regulador tiene que cumplir las exigencias de divulgación de otras autoridades nacionales; véanse los Artículos 10 y 11 del MMoU de IOSCO.

Aunque puede que el regulador no sea uno de los firmantes del MMoU de IOSCO, el evaluador debe tratar, no obstante, de evaluar en qué medida el regulador puede facilitar, pese a ello, la detección y disuasión de una conducta indebida transfronteriza.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere una respuesta afirmativa a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere una respuesta afirmativa a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 6.

Parcialmente Implementado

Requiere una respuesta afirmativa a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 6, y que no se requiere una respuesta afirmativa a una o más de las Cuestiones 4(a), 4(b) y 5 si la jurisdicción del regulador no realiza una actividad transfronteriza sustancial y si la necesidad de compartir información es poco frecuente y *ad hoc*.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2, 3, 7, 8, 9 ó a las Cuestiones 4(a), 4(b) ó 5; si la jurisdicción del regulador no realiza una actividad transfronteriza sustancial, o si hay pruebas de que la información no puede ser compartida, ni está siéndolo, en el momento oportuno en los casos que proceda.

Principio 15 **El sistema normativo debe permitir que se preste asistencia a los Reguladores extranjeros que necesiten realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y en el ejercicio de sus facultades.**

Se pueden arriesgar una regulación y supervisión eficaces cuando la información necesaria se encuentre en otra jurisdicción, y no esté disponible o no sea accesible.¹⁰¹ Por tanto, un regulador debe estar facultado para ayudar y suministrar la información necesaria a los reguladores extranjeros en el cumplimiento de su mandato y sus Funciones Sin esta capacidad, las facultades de recopilación de información serían insuficientes para garantizar una adecuada regulación y supervisión de los mercados, así como una correcta supervisión, inspección y sanción en los mercados.

El fraude, la manipulación del mercado, el tráfico de información privilegiada y otras conductas ilícitas que traspasan las fronteras jurisdiccionales, de, suceden cada vez con mayor frecuencia en un mercado mundial debido a las telecomunicaciones modernas.

IOSCO estableció el MMoU con el objetivo de asegurar la existencia de un mecanismo de cooperación entre los Miembros de IOSCO a nivel internacional, para facilitar la detección y disuasión de conductas indebidas transfronterizas. El MMoU de IOSCO se le considera el nivel mínimo de cooperación y supervisión, inspección y sanción a escala internacional. Por tanto, es esencial que los miembros de IOSCO tengan la autoridad legal para cumplir esta norma mínima. El MMoU de IOSCO es una referente para la cooperación internacional, pero no debe considerarse que limite la capacidad de los miembros para firmar otros acuerdos que puedan ir más allá de lo establecido en el MMoU de IOSCO.

¹⁰¹ Véase *Resolution on Cooperation in Matters of Surveillance and Enforcement*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, septiembre de 1987, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES44.pdf>; *Resolution on International Equity Offers*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, septiembre de 1989, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES41.pdf>; *Resolution on Information Sharing Between SRO*, Resolución del Comité Consultivo SRO de IOSCO, noviembre de 1990, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES40.pdf>; *Resolution on Principles for Memoranda of Understanding*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, septiembre de 1991, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES42.pdf>; *Resolution on Money Laundering*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, octubre de 1992, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES5.pdf>; *Resolution on Transnational Securities and Futures Fraud*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, octubre de 1993, disponible en: <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES8.pdf>; *Resolution Concerning Cross-Border Transactions*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, julio de 1995, disponible <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES12.pdf>; *Recommendation on the Recognition of Bilateral Netting Agreements in the Calculation of Capital Requirements for Securities Firms*, Recomendación del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 1996, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES38.pdf>; y *Resolution on Recordkeeping*, *supra*. Véase también *Resolution on Commitment to Basic IOSCO Principles of High Regulatory Standards and Mutual Cooperation and Assistance (Self-Evaluation)*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, octubre de 1994, disponible en <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES11.pdf>; *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Review and Additions*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD111.pdf>; y *Guidance on Information Sharing*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD86.pdf>.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

También puede que se necesite ayuda para adoptar medidas sustanciales. Cuando entre dentro de sus facultades, los reguladores podrán¹⁰² hacer cumplir más eficazmente la legislación de valores cuando sean capaces de evitar la ocultación del fruto del fraude o de otro tipo de conducta indebida, facilitando así la devolución del dinero a los inversionistas perjudicados.¹⁰³

La ayuda en la supervisión y la cooperación también es esencial en el contexto de las actividades de las entidades reguladas y de las emisoras en los mercados de todo el mundo.

Temas Clave¹⁰⁴

1. Un regulador *nacional* debe ser capaz de proporcionar una ayuda eficaz a los reguladores *extranjeros* que necesiten realizar investigaciones en el ámbito de sus respectivas competencias sobre asuntos relacionados con valores y derivados; incluyendo los registros de bancos y agencias de valores, así como información sobre la identificación de clientes, independientemente de si el regulador *nacional* tiene un interés independiente en el asunto.
2. Debe prestarse a los reguladores *extranjeros* ayuda, incluso ayuda obligatoria, para obtener registros garantizando el cumplimiento de la legislación de valores y derivados.
3. Los reguladores deben estar en condiciones de prestar asistencia, incluyendo la obtención de órdenes judiciales, en la máxima medida de sus facultades.
4. Los reguladores deben ser capaces de proporcionar información sobre conglomerados financieros sujetos a su supervisión.
5. Los reguladores deben ser capaces de compartir información y prestar asistencia para una regulación y supervisión eficaces de los mercados y de los participantes en los mercados.

Cuestiones Clave

1. ¿Es capaz el regulador *nacional* de ofrecer asistencia eficaz y oportuna a los reguladores *extranjeros* para obtener:¹⁰⁵
 - (a) Registros actuales suficientes para reconstruir todas las operaciones con valores y derivados, incluyendo los registros de todos los fondos y activos transferidos a y desde las cuentas bancarias, y de los valores relacionadas con las operaciones?
 - (b) Los registros de las operaciones con valores y derivados en los que se identifique:

¹⁰² La Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO de junio de 2006 anima a los reguladores a examinar el marco jurídico en el que operan; y a esforzarse por desarrollar, a través de una reforma legal o de otro modo, los mecanismos por los cuales ellos u otra autoridad de su jurisdicción podrían, por cuenta de un regulador extranjero, inmovilizar los activos derivados de presuntas y establecidas infracciones de la legislación de valores transfronterizas y, por tanto, denegar a los infractores sus ganancias indebidamente obtenidas.

¹⁰³ *Measures Available on a Cross-Border Basis to Protect Interests and Assets of Defrauded Investors*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1996, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD55.pdf>.

¹⁰⁴ *Principles for Memoranda of Understanding*, supra. Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra.

¹⁰⁵ *Resolution on Recordkeeping*, supra. Véase también el *MMoU de IOSCO*, supra. Esta Cuestión puede ser contestada afirmativamente si una autoridad competente tiene la autoridad para compartir con su homólogo extranjero toda la información requerida, incluida la información que originariamente esté en poder de otra autoridad nacional competente. Véase también el Principio 13.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

- (i) El cliente:
 - (1) Nombre del titular de la cuenta?
 - (2) Persona autorizada para hacer negocios?
 - (ii) La cantidad comprada o vendida?
 - (iii) El momento de la operación?
 - (iv) El precio de la operación?
 - (v) El individuo y el banco o agente de bolsa y agencia de valores que se ocupó de la operación?
- (c) La información que se encuentre en su jurisdicción, donde se identifique a las personas que sean titulares efectivos o controlen personas jurídicas organizadas en su jurisdicción?¹⁰⁶
2. ¿Es capaz el regulador nacional de ofrecer asistencia eficaz y oportuna a los reguladores extranjeros, para poder garantizar el cumplimiento de las disposiciones legales y reglamentarias relacionadas con:
- (a) El tráfico de información privilegiada, la manipulación del mercado, la falsedad en información pertinente y otras prácticas de manipulación o fraudulentas relacionadas con valores y derivados, incluyendo las prácticas basadas en proposiciones delictivas, el manejo de los fondos de los inversionistas y de órdenes de clientes?
 - (b) La inscripción, emisión, oferta o venta de valores y derivados, y los requisitos de presentación de informes relacionados?¹⁰⁷
 - (c) Los intermediarios de mercado, incluyendo los asesores de inversiones y de negociación que estén obligados a poseer una licencia o a inscribirse en un registro, las instituciones de inversión colectiva, las agencias y las sociedades de valores y los agentes de transmisiones?
 - (d) Los mercados, las bolsas y las entidades de compensación y liquidación?
3. ¿Es capaz el regulador *nacional*, conforme a sus disposiciones legales y reglamentarias nacionales, de prestar asistencia eficaz y oportuna a reguladores *extranjeros* independientemente de que el regulador *nacional* tenga un interés independiente en el asunto?¹⁰⁸
4. ¿Es capaz el regulador *nacional* de ofrecer asistencia eficaz y oportuna a los reguladores *extranjeros* para obtener información sobre los procesos reguladores¹⁰⁹ en su jurisdicción?
5. ¿Es capaz el regulador *nacional* de ofrecer asistencia eficaz y oportuna a los reguladores *extranjeros* para exigir o solicitar:

¹⁰⁶ *Resolution on Recordkeeping*, supra. Véase también el MMoU de IOSCO, supra.

¹⁰⁷ *Resolution on Recordkeeping*, supra. Véase también el MMoU de IOSCO, supra.

¹⁰⁸ *Principles for Memoranda of Understanding*, supra; el MMoU de IOSCO, supra.

¹⁰⁹ La expresión "procesos reguladores" se refiere a los procesos formales, tales como a los procedimientos de concesión de licencias o a los procedimientos de auditoría, que podrían ser pertinentes para la aplicación de la ley.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

- (a) La presentación de documentos?
 - (b) Que se tome a una persona declaración o, cuando sea permisible, testimonio bajo juramento?¹¹⁰
6. ¿Es capaz el regulador *nacional* de ofrecer asistencia eficaz y oportuna a los reguladores *extranjeros* para obtener órdenes judiciales, si está permitido, por ejemplo, medidas urgentes?¹¹¹
7. ¿Es capaz el regulador *nacional* de proporcionar asistencia eficaz y oportuna a los reguladores *extranjeros* con respecto a la información sobre conglomerados financieros sujetos a su supervisión; y siendo más precisos, asistencia relacionada; por ejemplo, con lo siguiente:
- (a) La estructura de los conglomerados financieros?
 - (b) Los requerimientos de capital en grupos de conglomerados?
 - (c) Las inversiones en empresas dentro del mismo grupo?
 - (d) Las exposiciones intragrupo y las exposiciones a nivel de todo el grupo?
 - (e) Las relaciones con los accionistas?
 - (f) La responsabilidad de la Dirección y el control de entidades reguladas?¹¹²
8. Si el regulador no puede obtener directamente la información que se establece en la Cuestión Clave 1, ¿puede el regulador obtener esa información de otra autoridad nacional y compartir esa información con el regulador solicitante?¹¹³
9. ¿Puede usar la Autoridad solicitante la información proporcionada por la autoridad nacional a los efectos establecidos en el Artículo 10(a) del MMoU de IOSCO?

Notas explicativas

Al evaluar este Principio, el evaluador debe consultar los Principios 10, 11 y 12, para poder evaluar si el regulador tiene las facultades adecuadas para recopilar la información que necesita el regulador extranjero.

Con respecto a las medidas cautelares u otros recursos, como inmovilizaciones de activos, cuando estén permitidas, se entiende que el regulador puede necesitar la ayuda de otra autoridad. Aunque la facultad de ayudar en la obtención de tales órdenes judiciales no es necesaria, si no está permitido, para obtener una calificación de *Completamente Implementado*, en caso de que tal ayuda esté, de hecho, permitida, la falta de cooperación podría dar lugar a una calificación *Parcialmente Implementado*.

El regulador debe ser capaz de demostrar la oportunidad de la ayuda o del esfuerzo de cooperación proporcionando archivos, registros u otros justificantes.

El regulador también debe proporcionar pruebas del tipo de solicitudes de ayuda recibidas, del tipo de ayuda solicitada para cada solicitud, y aportar ejemplos de respuestas

¹¹⁰ Consúltese el *MMoU de IOSCO*, supra.

¹¹¹ El regulador debe ser capaz de imponer la presentación de documentos.

¹¹² Véase *Principles for Memoranda of Understanding*, supra.

¹¹³ Véase el Artículo 10(a) del *MMOU DE IOSCO*.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

satisfactorias y fundamentales por el regulador. El regulador también debe proporcionar información si hay casos en los que la cooperación fue denegada y expondrá el motivo de la denegación.

La asistencia internacional puede incluir las siguientes modalidades:¹¹⁴

- Asistencia para obtener información pública o confidencial; por ejemplo, sobre el titular de una licencia, una empresa cotizada en bolsa, un accionista, un titular efectivo o una persona que ejerza el control sobre el titular de una licencia o sobre una empresa.
- Asistencia para obtener registros de bancos, agencias de valores u otros registros.
- Asistencia para obtener la cooperación voluntaria de aquéllos que tengan información sobre el tema objeto de una investigación.
- Asistencia proporcionando los informes del examen.
- Asistencia proporcionando evaluaciones de análisis de riesgos e información en apoyo a la identificación, la evaluación y la atenuación de riesgos ocultos para los mercados e inversionistas.
- Asistencia en la inspección de visitas a participantes en los mercados.
- Asistencia para obtener información o compulsar documentos y obtener testimonios o declaraciones, al menos, voluntarios.
- Asistencia para suministrar información sobre los procesos reguladores en una jurisdicción o para obtener órdenes judiciales, por ejemplo, medidas cautelares urgentes.¹¹⁵

Los procedimientos concretos utilizados para la supervisión de conglomerados financieros deben reflejar el Derecho nacional de los lugares donde operen y deben tener en cuenta la posibilidad de que la correspondiente responsabilidad regulatoria pueda seguir siendo compartida entre organismos. Sin embargo, es posible identificar algunas cuestiones generales que deben ser consideradas asuntos que requieren una estrecha cooperación en materia de supervisión:

- La estructura de los conglomerados financieros.
- Los requerimientos de capital en grupos de conglomerados;¹¹⁶
- Las inversiones en empresas dentro del mismo grupo.
- Las exposiciones intragrupo y las exposiciones a nivel de todo el grupo.¹¹⁷
- Las relaciones con los accionistas.

¹¹⁴ *Report on Issues Raised for Securities and Futures Regulators by Under-Regulated and Uncooperative Jurisdictions*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 1994, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD41.pdf>.

¹¹⁵ Véase *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2010, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>.

¹¹⁶ Véase en general *Risk Concentration Principles*, Informe del Foro Conjunto, diciembre de 1999, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD102.pdf>.

¹¹⁷ Véase en general *Intra-Group Transactions and Exposures Principles*, Informe del Foro Conjunto, diciembre de 1999, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD101.pdf>.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LA COOPERACIÓN

- La responsabilidad de la Dirección y el control de entidades reguladas.

Los derivados se identifican específicamente en esta sección, porque algunas jurisdicciones pueden compartir información con respecto a los valores, pero no con respecto a ciertas operaciones con derivados. El evaluador debe explicitarlo cuando éste sea el caso.

En caso de que no haya facultad para prestar una ayuda específica, el evaluador también debe averiguar si el regulador está haciendo esfuerzos para obtener facultades adicionales o si está adoptando otras medidas para mejorar su capacidad de cooperación. En aquellos casos en los que las autoridades precisen una orden judicial para obtener determinada información, por ejemplo, registros bancarios, la incapacidad para obtener de manera oportuna las órdenes judiciales a este efecto puede indicar que la autoridad no puede cooperar.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere una respuesta afirmativa a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones, excepto en lo que se refiere a las Cuestiones 7(a), 7(b), 7(c), 7(d), 7(e) y 7(f).

El regulador sólo puede proporcionar algunos de los tipos de información enumerados y esta limitación no afecta a su capacidad de proporcionar información sobre la entidad sujeta a su supervisión o vigilancia, y siempre, no obstante, que la autoridad tome medidas para proporcionar asistencia en el marco de sus facultades y dicha asistencia no sea tan inoportuna como para ser equiparable a ser denegada.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones, excepto a las Cuestiones 6, 7(a), 7(b), 7(c), 7(d), 7(e) y 7(f), siempre, no obstante, que la autoridad tome medidas para proporcionar asistencia en el marco de sus facultades y tal asistencia no sea tan inoportuna como para ser equiparable a ser denegada.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b)(i), 1(b)(ii), 1(b)(iii), 1(b)(iv), 1(b)(v), 1(c), 2(a), 2(b), 2(c), 2(d), 3, 4 ó 5(a), 5(b), 8 y 9 o la asistencia no se produzca o sea tan inoportuna como para ser equiparable a ser denegada.

E. PRINCIPIOS RELATIVOS A EMISORES

1. Preámbulo

Estos Principios se refieren a la información que las emisoras deben revelar a los inversionistas cuando estos inviertan en valores y lo hagan de manera permanente.

Los Principios tratan de respaldar los Objetivos de Regulación de los mercados de valores de las siguientes maneras:

- Mejoran la protección de los inversionistas, exigiendo que las emisoras proporcionen información a los inversionistas sobre el emisor, los riesgos de invertir en sus valores y otros asuntos, a fin de favorecer unas mejores decisiones de inversión.
- Respalдан el funcionamiento de unos mercados justos, ordenados, eficientes y transparentes proporcionando tanto información precisa como pertinente a los inversionistas y, por tanto, a los mercados; y
- Al mejorar la transparencia en el mercado, favorecen la reducción del riesgo sistémico, ya que éste puede resultar afectado por la confianza de los inversionistas.

Los Principios 16, 17 y 18 están estrechamente interrelacionados. Mientras que el Principio 16 se centra principalmente en la divulgación completa, oportuna y precisa de la información financiera y no financiera. Estos mismos atributos de la divulgación de información son esenciales a los efectos de los Principios 17 y 18. Por ejemplo, debe ser imposible llegar a la conclusión, con arreglo al Principio 17, de que se trata de manera especial y justa a los titulares de valores si no acceden a una divulgación completa, oportuna y precisa de la información en relación con las decisiones de voto y las operaciones de cambio de control a las que se refiere ese Principio. De igual modo, debe ser imposible llegar a la conclusión, con arreglo al Principio 18, de que las normas contables son de alta calidad y aceptables desde una perspectiva internacional si la divulgación completa y precisa de la información no se reflejase en los estados financieros a los que tales normas se han aplicado. También debe ser imposible llegar a la conclusión de que los estados financieros auditados de inclusión obligada en folletos informativos, documentos de admisión a cotización e informes anuales, reflejan la divulgación de información completa, oportuna y precisa en virtud de los Principios 16; o la completa divulgación a los accionistas con arreglo al Principio 17; si no se han aplicado a esos estados financieros las normas contables de alta calidad y aceptables desde una perspectiva internacional.

Para determinar si los Principios 16, 17 y 18 se aplican de una forma tal que se logren los objetivos de protección de los inversionistas, mercados justos, ordenados, eficientes y transparentes y reducción del riesgo sistémico; puede que también sea necesario considerar el marco jurídico general de una jurisdicción y las leyes complementarias a la regulación de los mercados de valores. En el Anexo 1 se indica la legislación complementaria, como el derecho de contratos, el derecho concursal y el derecho mercantil, que podrán formar parte del marco jurídico.

Por último, también es esencial realizar una evaluación de la aplicación de los Principios 16, 17 y 18 para poder evaluar la aplicación del Principio 26 relativo a las instituciones de inversión colectiva.

2. *Ámbito de aplicación*

Los Principios 16 y 18 van destinados a aplicarse a emisores que realicen "ofertas públicas" de valores, así como a emisores cuyos valores "coticen y/o se negocien en bolsa."¹¹⁸ El Principio 17 está destinado a aplicarse a empresas cuyos valores coticen, sean objeto de una oferta pública o se negocien en bolsa.

La mayoría de las jurisdicciones regulan, por separado, las ofertas públicas, garantizando así la protección general del público, al mismo tiempo que reducen la carga regulatoria en el caso de las empresas no cotizadas en bolsa. La definición de lo que constituye una oferta pública varía, al igual que el umbral de lo que constituye la negociación en bolsa.

El término "emisor" debe entenderse en sentido amplio que incluye a todas las entidades y personas que ofrezcan o vendan sus propios valores. Los Principios no se aplican a la emisión de deuda por el Estado, o a las entidades creadas por ley que realicen una función pública o presten un servicio público en virtud de un mandato legal, siempre que estén respaldadas por la garantía del Estado.

Para evaluar la aplicación de estos Principios, el evaluador debe, sin embargo, tener presente que los términos "negociado públicamente" y "ofertas públicas" no se definen en los Principios. En consecuencia, cabe esperar que el universo de emisores y operaciones al que estos tres Principios se aplican varíe entre las jurisdicciones. El evaluador no debe intentar sustituir lo establecido en el derecho de la jurisdicción por su criterio personal, para determinar lo que constituye una oferta pública, aunque debe indicar qué ofertas públicas están cubiertas por la ley. Esto puede influir en la medida en que estos Principios son aplicables.¹¹⁹

Con respecto a lo que constituye valores "negociados públicamente", a los que los Principios deben aplicarse, los Principios relativos a Mercados Secundarios proporcionan una orientación útil. Estos Principios indican que el concepto de un mercado secundario no se limita a las tradicionales bolsas organizadas, sino que también pretende incluir diversas formas reguladas de sistemas de mercado "extrabursátil" donde se negocian valores de renta variable y de deuda, así como opciones y algunos productos derivados. Sin embargo, esa sección va destinada principalmente a las bolsas autorizadas y a los sistemas de negociación regulados, tal como se definen en esa sección. La regulación adecuada de un determinado mercado secundario dependerá de la naturaleza del mercado y de sus participantes.¹²⁰

Teniendo en cuenta que los Principios 16, 17 y 18 establecen los requisitos para la revelación de información y la presentación de informes, sobre todo por emisores; que el objetivo de estos Principios es la protección de los inversionistas, y que el objetivo de las bolsas autorizadas y los sistemas de negociación regulados¹²¹ es la justicia¹²², eficiencia y transparencia;¹²³ el evaluador debe determinar las bolsas y los sistemas de negociación dentro de una jurisdicción que se consideren bolsas y sistemas de negociación sujetos a regulación en virtud de los Principios 33 a 38 y que presten servicios de negociación con los valores empresariales de renta variable y de deuda para pequeños inversionistas. La aplicación de los

¹¹⁸ Estos Principios no se aplican a las ofertas privadas, excepto en los casos en que la oferta se realice a través de una colocación privada y el inversionista revenda después los valores al público.

¹¹⁹ Principio 1.

¹²⁰ Véanse los Principios relativos a Intermediarios de mercado, Principios 29 a 32.

¹²¹ Véase el Principio 33.

¹²² Véase el Principio 34.

¹²³ Véase el Principio 35.

Principios 16, 17 y 18 debe evaluarse con respecto a emisores cuyos valores coticen y/o se negocien en esas bolsas autorizadas y sistemas de negociación regulados.¹²⁴

Incluso con esta orientación, puede que el evaluador tenga que aplicar su criterio personal al evaluar si los Principios 16, 17 y 18 se han aplicado con respecto a valores negociados públicamente en un determinado mercado.

Para una mayor claridad, estos Principios se aplican a los siguientes tipos de valores de las siguientes maneras:¹²⁵

- Los Principios 16 y 18 son aplicables a la emisión de valores de renta variable y de valores de deuda (distintos de los valores de deuda emitidos por el Estado, o por entidades creadas por ley que realicen una función pública o presten un servicio público en virtud de un mandato legal); incluyendo bonos de bursatilización de activos negociados públicamente¹²⁶ y productos financieros estructurados y derivados que sean valores. No se aplican a la emisión de deuda soberana.
- El Principio 17 sólo se aplica a los valores de renta variable.
- Los Principios 16 a 18 también se aplican a las ampliaciones de capital dirigidas a tenedores de valores existentes.¹²⁷

Si un valor objeto de una oferta pública, cotizado o negociado públicamente tiene características de un derivado (por ejemplo, su precio se determina por referencia a otros instrumentos), estos Principios se aplicarán a la emisión de ese instrumento.

Los Principios también se aplican a los productos financieros estructurados (que pueden describirse como muy complejos) que sean valores. Una adecuada revelación de los riesgos que soportan los activos subyacentes de esos valores y el posible efecto que estos riesgos pueden tener en el propio valor es especialmente importante. La divulgación de información del emisor debe incluir también los controles, evaluaciones, tareas y prácticas de riesgo realizados por las entidades suscriptoras, promotoras y originadores ; y la evolución de los paquetes de activos.¹²⁸

En cambio, los Principios no se aplican a [emisores de] otros mercados, como los mercados de divisas, lingotes o materias primas, salvo en la medida en que los intermediarios de valores operen por cuenta de clientes en esos mercados.

¹²⁴ Las menciones a los documentos de admisión a cotización en los Principios 16 a 18 sólo se aplicarán cuando los valores coticen en una bolsa autorizada o, en su caso, en un sistema de negociación regulado.

¹²⁵ La lista de valores a los que estos Principios se aplican no pretende ser exhaustiva.

¹²⁶ *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2010, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>, define los bonos de bursatilización de activos (pág. 4) como: "aquellos valores, cuyo servicio financiero se afronte principalmente con los flujos de tesorería de un paquete independiente de cuentas a cobrar, o de otros activos financieros que, según sus términos, se convierten en efectivo dentro de un período finito, como RMBS (bonos de titulación hipotecaria sobre viviendas) y CMBS (bonos de bursatilización hipotecaria sobre inmuebles comerciales, ambos por sus siglas en inglés), entre otros." Estos Principios no pretenden ser aplicados a "valores respaldados por paquetes de activos objeto de una gestión activa (como algunos valores emitidos por sociedades de inversión), o que contengan activos que, según sus términos, no se conviertan en efectivo (como las obligaciones de deuda garantizada)".

¹²⁷ Consúltese *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuer*, Informe de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>, págs. 9 - 10.

¹²⁸

A la hora de evaluar el marco normativo para emisores que realicen "ofertas públicas", el evaluador debe considerar los requisitos respecto al contenido de la publicidad, y la información sobre las emisoras, las ofertas, la admisión a cotización, los informes periódicos y los informes de hechos importantes, OPAS o cambio de control o el cambio de interés asociados a la tenencia de valores objeto de una oferta pública, o negociados públicamente.

Para evaluar la aplicación de los Principios 16, 17 y 18, el evaluador también debe reconocer que la fuente de requisitos de revelación y presentación de informes no se circunscribirá necesariamente a las disposiciones legales y reglamentarias sobre valores. Por ejemplo, en algunas jurisdicciones, las normas de admisión a cotización en el mercado imponen los requisitos de revelación oportuna y de otra clase. En tales circunstancias, el regulador debe realizar una adecuada supervisión. Para evaluar la aplicación de estos Principios, el evaluador también debe reconocer que los requisitos regulatorios pueden adaptarse en función de la naturaleza del emisor, de los valores emitidos o del inversionista inicial.

Por último, el evaluador debe determinar hasta qué punto las emisiones en los mercados secundarios y negociadas públicamente de una jurisdicción están sujetas a una actividad de cotización y/o negociación transfronteriza o son candidatas realistas a esta clase de actividad, ya que esto puede afectar a la importancia de algunas de las Cuestiones Clave.¹²⁹

En general, el marco adecuado de la regulación de emisores incluye un derecho mercantil, contable, comercial y contractual adecuado. Aunque el evaluador debe estar informado sobre el marco jurídico, en general, los objetivos específicos del derecho no específico de valores se abordan explícitamente en los Temas Clave, Cuestiones Clave y Referencia de esta sección.

¹²⁹ Principio 16, Cuestión Clave 9. Véase también el Principio 17, Cuestión Clave 6. Véase también el Principio 18, Cuestión Clave 7, infra.

3. Principios 16 a 18

Principio 16 **La divulgación de los resultados financieros, los riesgos y de cualquier otra información que sea importante para las decisiones de los inversionistas debe ser completa, precisa y oportuna.**

Los emisores deben revelar de forma constante, a los inversionistas, la información actual y fiable necesaria para tomar decisiones de inversión fundadas. El principio de divulgación; completa, oportuna, y precisa de información actual, así como fiable relevantes para las decisiones de inversión; está directamente relacionado con los Objetivos de protección de los inversionistas y de los mercados justos, eficientes y transparentes.¹³⁰

Este Principio exige considerar la idoneidad, precisión y oportunidad de las informaciones financieras y no financieras, así como la revelación de los riesgos que sean importantes para las decisiones de los inversionistas. Estas informaciones reveladas pueden referirse a operaciones especificadas, informes periódicos y divulgación, y la presentación de informes, de forma constante, sobre cambios importantes.

Este Principio se aplica a las emisoras de valores, tal como se definen en el Ámbito de aplicación de estos Principios.

Los requisitos de divulgación expuestos en este Principio pueden ir más allá de la propia emisor para incluir a otros, como los administradores y altos directivos de la empresa, entidades suscriptoras participantes, accionistas significativos y otras partes que desempeñen una función importante en la emisión de los valores.¹³¹ Se desprenderán del texto los casos en que otros tengan una obligación pertinente.

Temas Clave

Divulgación completa

1. El marco normativo debe garantizar la revelación completa, oportuna y precisa de los riesgos, resultados financieros y otra información que sea importante para que los inversionistas tomen decisiones de inversión fundadas de forma constante.

¹³⁰ *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, Declaración del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD132.pdf>. Véase también *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate it*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, mayo de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>.

¹³¹ Consúltese *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>, 9, Principio III; véase también *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Informe de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>; e *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>.

2. Las normas de divulgación deben incluir normas sobre lo siguiente (lista meramente ilustrativa):¹³²
 - (a) Las condiciones aplicables a una oferta de valores para su venta al público.
 - (b) El contenido y la distribución de folletos informativos, documentos de admisión a cotización, u otros documentos de oferta.
 - (c) Documentos suplementarios preparados en la oferta.
 - (d) Publicidad relacionada con la oferta de valores.
 - (e) Información acerca de aquellos que tengan un interés importante en un emisor.¹³³

¹³² Consúltese *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1990*, Informe de IOSCO, septiembre de 1991, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD16.pdf>; *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1992*, Informe de IOSCO, octubre de 1994, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD38.pdf>; *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1994*, Informe de IOSCO, septiembre de 1996, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD61.pdf>; *International Equity Offers - Changes in Regulation Since April 1996*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD71.pdf>. Véase también *Report on Disclosure Requirements*, Informe del Comité de Desarrollo (actualmente denominado el Comité de Mercados Emergentes) de IOSCO, octubre de 1992, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD24.pdf>; *Report on Disclosure*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, octubre de 1993, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD32.pdf>; *Report on Disclosure and Accounting*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 1994, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD39.pdf>; y *Reporting of Material Events in Emerging Markets*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, septiembre de 1996, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD62.pdf>. Véase también *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Informe de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>; *Adapting IOSCO International Disclosure Standards for Shelf Registration Systems*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2001, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD118.pdf>; *Resolution on IOSCO Endorsement of Disclosure Standards to Facilitate Cross-Border Offerings and Listings by Multinational Issuers*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES17.pdf>; *Resolution on IASC Standards*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, mayo de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES19.pdf>; y *General Principles Regarding Disclosure of Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD141.pdf>; *Insider Trading – How Jurisdictions Regulate it*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, mayo de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD145.pdf>; *Statement on the Development and Use of International Financial Reporting Standards*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD182.pdf>; e *International Disclosure Principles for Cross Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>; *Statement on Providing Investors with Appropriate and Complete Information on Accounting Frameworks Used to Prepare Financial Statements*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2008, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD262.pdf>; y *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-backed Securities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>.

¹³³ Véanse *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2010, págs. 16-17, disponible en

- (f) Información acerca de aquellos que traten de controlar un emisor (analizados, en mayor profundidad, más adelante).
- (g) Información importante para el valor o el precio de un valor mobiliario .¹³⁴
- (h) Informes periódicos.
- (i) Decisiones de voto de accionistas.
- (j) Operaciones importantes con partes relacionadas y otras operaciones, incluyendo aquéllas que afecten a administradores y altos directivos del emisor;¹³⁵
- (k) Divulgación periódica de información sobre la retribución de administradores y altos directivos, así como sobre prácticas de gestión del riesgo.¹³⁶
- (l) Los riesgos más importantes para la oferta.¹³⁷

Divulgación general

3. Los requisitos específicos de divulgación deben ser complementados por un requisito de divulgación general.

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>; véase también *Protection of Minority Shareholders in Listed Issuers*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO en consulta con la OCDE, junio de 2009, págs. 10-14, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD295.pdf>; Véase también *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Informe de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>; *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-backed Securities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>; y *International Disclosure Principles for Cross Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>.

¹³⁴ Si hay clases de acciones u otras características estructurales que puedan afectar al precio de las acciones, éstos deben ser revelados. Esta información también incluiría la difusión de información privilegiada.

¹³⁵ Véanse *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2010, pág. 11, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>.

¹³⁶ La mención a "prácticas de gestión del riesgo" se hace en el contexto de la divulgación de información sobre retribuciones. La información sobre la retribución de los administradores y altos directivos, así como sobre las prácticas de gestión del riesgo, es importante para los inversores para que puedan evaluar los incentivos creados por este uso de los recursos del emisor, si los incentivos de la retribución se alinean a los intereses de los inversores, y de qué manera el rendimiento puede estar orientado a las rentabilidades generadas para los accionistas. Esta evaluación puede verse facilitada por la divulgación, entre otras cosas, de las más importantes características de diseño del sistema retributivo, incluyendo la manera en la que estas características puedan estar ligadas a los resultados y, en su caso, al riesgo. Véanse *Principles for Periodic Disclosure by Listed Entities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2010, págs. 11-13, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD317.pdf>.

¹³⁷ Consúltense *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2010, Principio XI en la pág. 32, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>; Véanse también *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Informe de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>; e *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>.

Divulgación suficiente, precisa, oportuna y responsable

4. La divulgación de la información debe ser precisa, suficientemente clara y completa, así como razonablemente concreta y oportuna.¹³⁸
5. La regulación debe garantizar que se asuma la debida responsabilidad por el contenido de la información y, en función de las circunstancias, las personas que se responsabilicen de este tipo de información pueden incluir: el emisor, las entidades suscriptoras, los promotores, los administradores, los apoderados del emisor, los expertos y asesores que den su consentimiento para ser nombrados en la documentación o presten asesoramiento.

Excepciones

6. Se deben limitar las circunstancias en las que se permita una excepción a la divulgación completa y oportuna, además, las salvaguardias que se apliquen en tales circunstancias deben estar claras.

Cuestiones Clave

Divulgación completa

1. ¿Presenta el marco normativo requisitos de divulgación de información claros, completos y razonablemente específicos que se apliquen a:
 - (a) Ofertas públicas, incluidas las condiciones aplicables a una oferta de valores para la venta al público, el contenido y la distribución de folletos informativos y otros documentos de oferta (y, en su caso, perfil o documentos introductorias en formato abreviado) y documentos suplementarios preparados en la oferta?¹³⁹
 - (b) Informes anuales?
 - (c) Otros informes periódicos?
 - (d) Decisiones de voto de los accionistas?
 - (e) Publicidad de las ofertas públicas fuera del folleto informativo?

¹³⁸ Consúltese *International Equity Offers*, Informe de IOSCO, septiembre de 1989, págs. 7-8, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD2.pdf>; y *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Informe de IOSCO, septiembre de 1998, págs. 5-6, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>. Véase también *Securities Activity on the Internet*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1998, (en particular, Recomendación 5 y texto), disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>; *Securities Activity on the Internet II*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2001, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD120.pdf>; *Report on Securities Activity on the Internet III*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>; *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, Marzo 2007, págs. 3-4, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>; *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>.

¹³⁹ El término "condiciones" se refiere tanto a las restricciones o estipulaciones con respecto a una oferta como a las condiciones de la operación.

2. ¿Exige el marco normativo una divulgación de información precisa, suficientemente clara y completa, y razonablemente específica y oportuna de:
 - (a) Hechos que sean importantes para el valor o el precio de los valores.
 - (b) Los riesgos más significativos de invertir en el valor; e¹⁴⁰
 - (c) Importante información pertinente sobre el emisor y sus actividades?
3. ¿Exige el marco normativo:
 - (a) Que la información financiera y otras revelaciones exigidas de información en folletos informativos, documentos de admisión a cotización, informes anuales y otros informes periódicos y, en su caso, en relación con las decisiones de voto de accionistas, sea lo suficientemente oportuna como para ser útil para los inversionistas?
 - (b) Que la información periódica acerca de la situación financiera y los resultados de explotación (que puede ser en formato resumido) sea puesta a disposición de los inversionistas?
 - (c) Que se adopten las medidas oportunas (por ejemplo, el suministro de la información financiera sin auditar más reciente), cuando los estados financieros auditados incluidos en el folleto de oferta pública no estén actualizados?

Divulgación general

4. Además de los requisitos específicos de divulgación de información, ¿hay un requisito general que exija divulgar toda información importante o bien toda la información necesaria para evitar que las revelaciones realizadas sean engañosas?

Divulgación suficiente, precisa, oportuna y responsable

5. ¿Hay medidas a disposición del regulador (p. ej., examen, certificación,¹⁴¹ documentación justificativa, sanciones) para dar respuesta a cualquier preocupación sobre la suficiencia, la precisión y oportunidad de la información que hay que revelar?
6. ¿Garantiza la regulación que las emisoras y el resto de involucrados en el proceso de emisión; entre los que pueden haber entidades suscriptoras, administradores, apoderados, promotores, expertos y asesores; respondan por el contenido de las informaciones que revelen?

Excepciones

7. ¿Quedan las circunstancias, en las que la revelación de informaciones pueda ser omitida o retrasada, limitadas a los secretos industriales, información interna similar u otros fines empresariales válidos, tales como unas negociaciones incompletas?

¹⁴⁰ Véase la Nota 16.

¹⁴¹ El término "certificación" se utiliza, por lo general, en relación con las auditorías internas de los estados financieros, aunque la lista debe entenderse como un ejemplo y la certificación podría referirse también a otras certificaciones.

8. En caso de haber excepciones a la obligación de revelación de información, ¿basta la regulación para poder cubrir el cumplimiento del objetivo de informar de forma completa y oportuna, al permitir:¹⁴²
- (a) La suspensión temporal de la negociación?
 - (b) Restricciones sobre, o sanciones relacionadas con, las actividades de negociación de personas con una mayor información?

Cuestiones transfronterizas

9. Si las ofertas públicas o admisiones a cotización por parte de emisores extranjeros son importantes dentro de la jurisdicción, ¿son acordes los requisitos de divulgación de la jurisdicción respecto a esas ofertas; o las admisiones a cotización de valores de renta variable; o las de deuda realizadas por emisores extranjeros; con las Normas Internacionales de Divulgación de Información de IOSCO aplicables a: (i) ofertas transfronterizas y admisiones a cotización de emisores extranjeros, así como (ii) ofertas transfronterizas y admisiones a cotización de valores de deuda de emisores extranjeros?¹⁴³

Notas explicativas

Con respecto al marco de divulgación de información de una jurisdicción, las Cuestiones Clave prevén que el evaluador debe tener en cuenta, no sólo si la información que tiene que revelarse es lo suficientemente clara, completa, razonablemente oportuna y específica, sino también, si la información se publica en unas circunstancias que animen a los inversionistas a utilizar esta información para tomar decisiones de inversión y voto. Por ejemplo, el evaluador debe tener en cuenta si el régimen regulador aborda las prácticas de venta, como "venderle" publicidad fuera de los documentos de divulgación de información requeridos que pueda restar a la confianza de los inversionistas en los documentos de divulgación de información requeridos.

Con respecto a lo que puede constituir una divulgación completa en la Cuestión Clave 2, cabría esperar la inclusión de revelaciones específicas respecto a informaciones relevantes para que los inversionistas puedan tomar decisiones de inversión fundadas. Esta información debe tratar de los riesgos más significativos de invertir en el valor.¹⁴⁴ Entre la información importante sobre el emisor debe haber información sobre lo siguiente:

- Aquellos que tengan un interés significativo en un Emisor, incluyendo algunos importantes tenedores de valores del emisor;

¹⁴² En el caso de información privilegiada.

¹⁴³ *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Informe de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>; e *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>.

¹⁴⁴ Consúltese *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2010, Principio XI, pág. 33, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>; véase también *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, Informe de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD81.pdf>; *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listing of Debt Securities by Foreign Issuers*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>.

- Aquellos que traten de controlar un emisor.
- Operaciones importantes con partes relacionadas, incluyendo las operaciones que afecten a los administradores y altos directivos del emisor; y
- Retribución de los administradores y altos directivos y prácticas de gestión del riesgo.

Los evaluadores deben evaluar la aplicación de la Cuestión Clave 2 en relación con los derivados que sean valores, teniendo en cuenta las características específicas de esos valores (incluidos los riesgos relacionados con el apalancamiento financiero).

Con respecto a lo que pueda constituir unos requisitos de divulgación completa y específica para ofertas y admisiones a cotización de bonos de bursatilización de activos cotizados, en relación con la Cuestión Clave 2, los evaluadores deben considerar si se exige a las emisoras (o a los proveedores de servicios cuando así se especifique más adelante), hacer lo siguiente:

- Revelar la identidad de todas las partes implicadas en la operación y las funciones, así como las responsabilidades de las partes importantes.¹⁴⁵
- Divulgar todos los controles y evaluaciones que se hayan llevado a cabo o las prácticas de control de riesgo realizadas por la entidad suscriptora, promotora y/o cedente en relación con el paquete de activos subyacentes.¹⁴⁶
- Exigir que los proveedores de servicios revisen y mantengan los informes durante el plazo de vigencia del producto.¹⁴⁷
- Proporcionar información inicial y constante acerca de la evolución de los paquetes de activos subyacentes,¹⁴⁸ la composición y las características del paquete de activos, los detalles relativos a¹⁴⁹ importantes deudores de los paquetes de activos; y¹⁵⁰ la solvencia de la(s) persona(s) con responsabilidades directas o indirectas ante el emisor.¹⁵¹
- Revelar la estructura de la operación,¹⁵² las mejoras crediticias¹⁵³ y el uso de derivados.¹⁵⁴

¹⁴⁵ Id. Principios II y III.

¹⁴⁶ Consúltese *Unregulated Financial Markets and Products*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 2009, Recomendación n° 1.2; disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf>.

¹⁴⁷ Id. Recomendación n° 1.4

¹⁴⁸ Consúltese *Unregulated Financial Markets and Products*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 2009, Recomendación n° 2.1, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf>; y *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2010, Principio IV, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>.

¹⁴⁹ Id Principio V.

¹⁵⁰ Id Principio VI.

¹⁵¹ Consúltese *Unregulated Financial Markets and Products*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 2009, Recomendación n° 2.1, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD301.pdf>.

¹⁵² Consúltese *Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2010, Principio VIII, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD318.pdf>.

¹⁵³ Id Principio IX.

¹⁵⁴ Id Principio X.

- Revelar todas las bolsas o mercados regulados en los que se negocie o pretende que sea negociado el valor.¹⁵⁵

*Con respecto a lo que pueda constituir una "divulgación oportuna" a los efectos de la Cuestión Clave 2, los Principios de Divulgación Permanente y de Presentación de Informes sobre los Cambios Importantes por Entidades Cotizadas emitidos por el Comité Técnico de IOSCO, establecen que la entidad cotizada revelará información actual de manera oportuna, lo que podría requerir la divulgación de forma inmediata de información sobre cambios importantes; expresión que podría definirse como equivalente a "tan pronto como sea posible", sin demora, o en un máximo impuesto de días especificados.*¹⁵⁶

Estos principios también indican que, con arreglo al enfoque de obligación continua general, la divulgación puede ser retrasada, lo que podría ser concedido en algunas jurisdicciones por la autoridad competente, si la información:

- Es confidencial en virtud de la legislación; y
- Trata de una propuesta o de negociaciones incompletas, o si la divulgación de determinada información es tal que lesiona los legítimos intereses de los inversionistas de la entidad; en tales casos, la entidad cotizada debe garantizar que la información sea mantenida en estricto secreto.¹⁵⁷

Por último, en lo referente a la información que tiene que revelarse periódicamente, prescrita por la ley o las normas de admisión a cotización, tales como los informes trimestrales o anuales, estos principios señalan que "[l]a obligación de divulgación puede requerir la divulgación de información pertinente de forma inmediata aun cuando corresponda a informes de presentación periódica".¹⁵⁸

Con respecto a lo que puede constituir una entrega adecuada de información financiera periódica en la Cuestión Clave 3(b), las prácticas varían entre jurisdicciones en cuanto a la frecuencia y el momento de divulgación de la información financiera periódica. Una respuesta afirmativa a la Cuestión Clave 3(b) está justificada si la información financiera periódica se facilita, al menos, semestralmente.

*Con respecto a lo que puede constituir una divulgación general en la Cuestión Clave 4, un requisito de divulgación general establecerá que se debe divulgar toda información importante que resulte pertinente para un determinado valor o emisor. Otro enfoque para este tipo de requisito de divulgación general, es que tenga que revelarse toda información importante que sea necesaria para evitar que las informaciones reveladas resulten engañosas.*¹⁵⁹

Con respecto a la evaluación de la Cuestión Clave 6, y dependiendo de las circunstancias, entre las personas que asumen la responsabilidad, pueden estar el emisor, las entidades

¹⁵⁵ Id Principio XII.

¹⁵⁶ *Principles for Ongoing Disclosure and Material Development Reporting by Listed Entities*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, págs. 4-5, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD132.pdf>.

¹⁵⁷ Id.

¹⁵⁸ Id.

¹⁵⁹ También debe hacerse referencia a la denominada regulación "basada en méritos", en la que el regulador asuma alguna responsabilidad para evaluar la calidad de una oferta propuesta. Este enfoque se asocia generalmente a los mercados en vías de desarrollo, y pueden ser de especial utilidad cuando el mercado carezca de un grupo de analistas y asesores que pudieran analizar la información si se hiciese pública. Por tanto, generalmente se le considera de transición e innecesario en un mercado plenamente desarrollado.

suscriptoras, los administradores, los apoderados, las entidades promotoras, así como los expertos y asesores que den su consentimiento para ser nombrados como tales.¹⁶⁰

Con respecto a lo que puede constituir Excepciones en las Cuestiones Clave 7 y 8, los evaluadores deben reconocer que hay circunstancias en las que puede ser necesario, para el correcto funcionamiento del mercado, permitir una divulgación que no llegue a ser completa: por ejemplo, de secretos industriales o de negociaciones incompletas. En las circunstancias contadas en las que el mercado requiera alguna excepción al objetivo de divulgación completa y oportuna, es posible que sean necesarias suspensiones temporales de la negociación, o restricciones sobre las actividades de negociación, de aquellos que posean información más completa. En tales circunstancias, la negociación debe estar prohibida en ausencia de una divulgación completa.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables. Si no hay excepciones a la divulgación, las Cuestiones 7, 8(a) y 8(b) pueden considerarse, en tal caso, inaplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 1(e) y 3(c).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 1(c), 1(e), 3(c), 7 (en caso de que se prevean excepciones) y 9.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b), 1(d), 2(a), 2(b), 2(c), 3(a), 3(b), 4, 5, 6, 8(a) u 8(b) (en caso de que se prevean excepciones).

¹⁶⁰ Para obtener más orientación acerca de los mecanismos de control interno que podría establecer un emisor, véase *Issuer Internal Control Requirements – A Survey*, Informe del Comité Técnico y del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, diciembre de 2006, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD229.pdf>.

Principio 17 Los tenedores de valores de una sociedad deben ser tratados de una manera imparcial y equitativa.

Al tratar de salvaguardar el trato imparcial y equitativo de los accionistas (en particular, en relación con las decisiones de voto y las operaciones de cambio del control), este Principio respalda la protección de los inversionistas y unos mercados justos, eficientes y transparentes.

Este Principio exige una evaluación acerca de si se protegen los derechos básicos de los accionistas y si los accionistas dentro de una clase reciben un trato equitativo.

El Principio 17 aborda muchos de los mismos problemas cubiertos por los Principios I y II de los *Principios de Gobierno Corporativo* de la Organización de Cooperación y de Desarrollo Económicos (OCDE), relativos a los derechos y el trato equitativo de los accionistas, especialmente en relación con las decisiones de voto, las ofertas públicas de adquisición y otras operaciones que puedan dar lugar a un cambio del control o que puedan concentrar el control.¹⁶¹

La regulación que proteja el trato imparcial y equitativo de los accionistas debe exigir la revelación de las participaciones en valores de la Dirección y de aquellas personas que tengan una elevada participación como titulares efectivos en una empresa. Estos datos se consideran generalmente información necesaria para tomar decisiones de inversión fundadas.

El nivel requerido de divulgación de información varía de una jurisdicción a otra, pero se establece, en general, en un nivel muy inferior al que sería propio de una participación de control. Es posible que resulten convenientes requisitos de divulgación más estrictos para las personas que contemplan ejercer el control.

La naturaleza de la información que se exige revelar también varía, aunque generalmente se piensa que la divulgación pública completa es la que mejor responde al argumento político de divulgación subyacente en caso de producirse, o contemplarse un cambio en el control de una empresa. La regulación debe tener en cuenta la información que necesitan los accionistas de la empresa regulada.

La información necesaria para posibilitar la toma de decisiones fundadas puede variar según la naturaleza de la operación, pero el objetivo general sigue siendo cierto en el caso de las ofertas en dinero en moneda; las ofertas a través de un proceso de licitación y de una bolsa; las combinaciones de negocios y las privatizaciones.

En general, en las circunstancias descritas en el párrafo anterior, ello exigirá que los accionistas de una empresa:

- Dispongan de un plazo razonable para examinar cualquier oferta en virtud de la cual una persona adquiriría una participación sustancial en la empresa;
- Reciban la información adecuada que les permita evaluar los méritos de cualquier propuesta, según la cual una persona adquiriría una participación sustancial en la empresa;

¹⁶¹ Esto podría incluir ofertas del emisor, así como ofertas públicas de adquisición.

- En la medida de lo posible, tengan oportunidades iguales y razonables para participar en las ventajas derivadas a favor de los accionistas, en virtud de cualquier propuesta con arreglo a la cual una persona adquiriría una participación sustancial en la empresa;
- Reciban un trato imparcial y equitativo (en particular, los accionistas minoritarios) en relación con la propuesta; y
- No se encuentren en situación de desventaja por el trato y la conducta de los administradores de cualquiera de las partes de la operación, o por el hecho de que los administradores no actúen de buena fe al responder a la propuesta, o al hacer recomendaciones con respecto a la propuesta.

La relación entre los Principios 16 y 17 requiere una cierta explicación. Mientras que el Principio 16 trata de garantizar que los inversionistas reciban información oportuna acerca de los cambios en el control de empresas (como se indica en las Notas Explicativas de la Cuestión Clave 2); el Principio 17 pretende garantizar que los accionistas reciban información suficiente y oportuna acerca de las operaciones que conlleven un cambio del control de una forma que les permita ejercer derechos en relación con dichas operaciones.

Temas Clave

Derechos de los accionistas

1. Los derechos básicos de los accionistas son los siguientes:
 - (a) El derecho a documentar y¹⁶² transmitir la propiedad.
 - (b) El derecho a participar, de manera fundada, en las decisiones de voto (si los valores incorporan derechos de voto).
 - (c) El derecho a participar equitativamente en los dividendos y otros repartos cuando, como y si se declaran, incluyendo los repartos en caso de liquidación.
 - (d) El derecho a transmitir los cambios en los términos y condiciones de los derechos inherentes a sus acciones.
 - (e) El derecho, en la medida de lo posible, a disponer de oportunidades razonables y equitativas de participar en las ventajas obtenidas para los accionistas, en virtud de cualquier propuesta, con arreglo a la cual una persona adquiriría una participación sustancial en la empresa.
 - (f) El derecho a que la Dirección de la empresa responda de sus actos, incluyendo su participación o supervisión que acarree infracciones de la ley.
 - (g) El derecho a recibir un trato imparcial y equitativo (en particular, el trato de los accionistas minoritarios), incluso en relación con las propuestas descritas en el Artículo 1(e), y en relación con la quiebra o el concurso de acreedores de la empresa.

Control

2. Para salvaguardar la transparencia y el trato equitativo de los accionistas, la regulación debe exigir la revelación de:

¹⁶² Inscribir o perfeccionar.

- (a) Cambios en las participaciones de control y las participaciones accionariales significativas por encima de un umbral especificado, así como de las operaciones que conduzcan o puedan conducir a cambios en las participaciones de control y las participaciones accionariales significativas por encima de un umbral especificado.
- (b) Información necesaria para tomar decisiones fundadas en lo que respecta a ofertas públicas de adquisición, así como a otras operaciones destinadas a efectuar un cambio de control, o que potencialmente puedan conducir a un cambio de control o que puedan concentrar el control.
- (c) Participaciones accionariales de administradores y de la alta dirección.¹⁶³
- (d) Participaciones accionariales de aquellas personas que posean una importante participación en una empresa como titulares efectivos.

Cuestiones Clave

Derechos de los accionistas

1. Abordan los marcos regulatorios y legal los derechos, así como el trato equitativo, de los accionistas en relación con lo siguiente:
 - (a) Votaciones:
 - (i) ¿Para la elección de los administradores?
 - (ii) ¿Sobre cambios empresariales que afecten a los términos y condiciones de sus valores?
 - (iii) ¿Sobre otros cambios empresariales fundamentales?
 - (b) ¿Envío en tiempo y forma de las convocatorias para las juntas de accionistas y las decisiones de voto?
 - (c) ¿Procedimientos que permitan a los titulares efectivos proceder de manera eficiente a otorgar poderes de representación en junta o transmitir instrucciones de voto?
 - (d) ¿Libro-registro de accionistas (en el caso de las acciones nominativas) y la transmisión de sus acciones?
 - (e) Cobro de dividendos y otros repartos, ¿cuándo, cómo y si se declaran?
 - (f) Operaciones que conlleven:
 - (i) ¿Una OPA?
 - (ii) ¿Otras operaciones de cambio de control?
 - (g) ¿Declaración de la empresa, sus administradores y la alta dirección como responsables por su participación o por una supervisión que conduzca a infracciones de la ley?
 - (h) ¿Quiebra o concurso de acreedores de la empresa?¹⁶⁴

¹⁶³ Véase la definición en las Notas explicativas.

2. ¿Se exige una divulgación completa de toda la información importante para una inversión o una decisión de voto en relación con las decisiones de voto de los accionistas en general y con las operaciones, en particular, citadas en las Cuestiones 1(a)(iii), 1(f)(i) y 1(f)(ii)?

Control

3. Con respecto a las operaciones citadas en la Cuestión 1(f)(i) y 1(f)(ii), a los accionistas de la clase o clases de valores afectados por la propuesta:
- (a) ¿Se les ha concedido un plazo razonable para examinar la propuesta?
 - (b) ¿Se les ha facilitado información suficiente que les permita evaluar las ventajas de la propuesta?
 - (c) ¿Se les ha brindado, en la medida de lo posible, unas oportunidades razonables y equitativas para participar en las eventuales ventajas que se deriven para los accionistas en virtud de la propuesta?
 - (d) ¿Se les ha dispensado un trato imparcial y equitativo (en particular, a los tenedores de valores minoritarios) en relación con la propuesta?
 - (e) ¿No se les ha perjudicado injustamente por el trato y la conducta de los administradores de cualquiera de las partes intervinientes en la operación; o por el hecho de que los administradores no hayan actuado de buena fe al responder a la propuesta; o al hacer recomendaciones respecto a la misma?
4. Con respecto a las participaciones significativas de los valores con derecho de voto:
- (a) ¿Se exige que la información acerca de la identidad y las participaciones de personas que ostenten una participación sustancial como titulares efectivos (bastante inferior a una participación de control) en una empresa sea revelada de manera oportuna:
 - (i) en la documentación de una oferta pública y de admisión a cotización?
 - (ii) una vez alcanzado el umbral de titularidad que requiera una divulgación?
 - (iii) al menos una vez al año (p. ej., en el informe anual del emisor)?
 - (b) ¿Es obligatorio que los cambios significativos en esa titularidad y que otra información requerida sea revelada de forma oportuna?
 - (c) ¿Son aplicables estos requisitos de divulgación a dos o más personas que actúen de manera concertada, aun cuando su participación individual como titular efectivo no hubiese tenido que revelarse?
5. Con respecto a las participaciones de valores con derecho de voto de los administradores y de la alta dirección:
- (a) ¿Se exige que la información sobre las participaciones como titulares efectivos, y sobre cambios importantes en la titularidad efectiva en una empresa, sea revelada de manera oportuna?

¹⁶⁴ Esto puede afectar el valor de un título-valor cotizado; los accionistas deben ser capaces de determinar y ejercer sus derechos en caso de liquidación o concurso de acreedores.

- (b) ¿Está esa información disponible:
 - (i) En la documentación de ofertas públicas y admisiones a cotización?
 - (ii) Al menos una vez al año (p. ej., en el informe anual del emisor)?
- (c) ¿Es suficiente la armazón jurídica para garantizar la aplicación y el cumplimiento de estos requisitos?

Operaciones transfronterizas

6. Si las ofertas públicas o admisiones a cotización por parte de emisores extranjeros son importantes dentro de la jurisdicción, ¿exige la jurisdicción que se divulgue en la documentación de la oferta; y en la admisión a cotización de las emisoras extranjeras; cualquier disposición sobre buen gobierno, o cualquier información relacionada con la jurisdicción del emisor extranjero que pueda afectar sustancialmente al trato imparcial y equitativo de los accionistas?¹⁶⁵

Notas explicativas

A menudo surgen temores sobre los temas tratados por este Principio en relación con el trato potencialmente distinto de accionistas mayoritarios y minoritarios, o con las ofertas públicas de adquisición y otras operaciones de cambio del control, en las que los derechos de los accionistas resulten afectados.

En el Tema Clave 1 se exponen los derechos básicos de los accionistas que deben protegerse. El tema del buen gobierno empresarial puede ser abordado por el derecho general, por las normas de la bolsa autorizada o del sistema de negociación regulado, o por un código de conducta, así como las disposiciones legales y reglamentarias sobre valores.¹⁶⁶

La expresión "administradores y alta dirección" incluye (a) los administradores de la empresa; (b) los miembros de los órganos de administración, supervisión y dirección; así como (c) las personas designadas para ocupar cualquiera de los citados puestos. Las personas que engloba la expresión "órganos de administración, supervisión y dirección" varían en los distintos países, y a los efectos de cumplir las normas de divulgación de información, será el país anfitrión el que las determine.¹⁶⁷

Con respecto a las Cuestiones Clave 4(a)(i), 4(a)(ii), 4(a)(iii) y 4(b), las prácticas varían entre jurisdicciones con respecto al umbral que constituye la titularidad sustancial que debe comunicarse (p. ej., 5% ó 10%), así como la puntualidad (p. ej., 7 ó 10 días naturales o laborables), y la frecuencia de la publicación; así como los umbrales para comunicar un cambio en la titularidad sustancial, así como la frecuencia y puntualidad con que revelarlo. Sin embargo, cuando tales revelaciones impliquen una operación de cambio de control real o propuesta, es conveniente mirar las Notas explicativas en el Principio 16 para orientarse sobre la divulgación oportuna en tales circunstancias.

¹⁶⁵ *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings by Foreign Issuers*, supra, Parte IX A y X A y B.

¹⁶⁶ Véase también *Principles on Corporate Governance*.

¹⁶⁷ *International Disclosure Standards for Cross-Border Offerings and Initial Listings for Foreign Issuers*, supra. Basta revelar las participaciones de los administradores y de la alta dirección como grupo en lugar de revelar las participaciones individuales; bien entendido, no obstante, que la Cuestión Clave 4 sería aplicable en relación con la revelación por separado de importantes participaciones en el capital de cada uno de los administradores y de la alta dirección.

Con respecto a las Cuestiones Clave 4(a)(i), 4(a)(ii), 4(a)(iii), 5(b)(i) y 5(b)(ii), la oportunidad de la comunicación requerida de la participación resultará obviamente afectada por la oportunidad de presentar y/o hacer público el documento en el cual se incluya la información. Sin embargo, el evaluador también debe considerar si la información sobre una participación comunicada en ese documento corresponde a una fecha razonablemente cercana a la fecha de presentación y/o publicación del documento.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 1(c).

Parcialmente Implementado

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

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 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), 5(a), 5(b)(i) ó 5(c).

Principio 18 Las normas de contabilidad utilizadas por las emisoras para formular sus estados financieros deben ser de una calidad alta y aceptable desde una óptica internacional.

Este Principio respalda los objetivos de protección de los inversionistas y de unos mercados justos, eficientes y transparentes. Lo hace exigiendo que los estados financieros¹⁶⁸ se formulen de acuerdo con unas normas contables que sean de alta calidad y aceptables desde una óptica internacional. El uso de estas normas trata, a su vez, de garantizar que la información suministrada en los estados financieros sea completa, coherente, pertinente, fiable y comparable; y, que de este modo, ayude a los inversionistas a tomar decisiones de inversión, independientemente de la ubicación geográfica de la entidad de que se trate.¹⁶⁹

La regulación debe tratar de garantizar lo siguiente:

- Que los estados financieros sean formulados por las emisoras.
- Que dichos estados se formulen de acuerdo con unas normas contables de alta calidad y aceptables desde una óptica internacional.
- Que exista un mecanismo adecuado para el establecimiento de estas normas para ser utilizadas en la formulación de los estados financieros de modo que, en los casos en que exista alguna controversia o incertidumbre, las normas puedan ser objeto de interpretación autorizada y oportuna que fomente una aplicación coherente.¹⁷⁰
- Un marco normativo para hacer cumplir las normas contables.¹⁷¹

Este Principio debe considerarse y evaluarse en relación con el Principio 16, que exige la divulgación completa, oportuna y precisa de la información financiera importante para las decisiones de inversión. El evaluador debe establecer con arreglo al Principio 16 si los estados financieros requeridos en la documentación sobre ofertas públicas y admisiones a cotización, y en los informes periódicos, son suficientes para satisfacer el requisito de divulgación completa, precisa y oportuna. Del mismo modo, a continuación, debe evaluar, en virtud del Principio 18, la calidad de las normas contables utilizadas en su formulación y verificación.

En relación con los Principios 16-18, los evaluadores deben evaluar cómo se aplica la Metodología al conjunto de requisitos informativos y contables que estén vigentes y, por tanto,

¹⁶⁸ Los estados financieros proporcionan información sobre la situación financiera, los resultados financieros (incluidos los resultados de explotación y el cash-flow), y otra información (como los cambios en el accionariado de una empresa), que sea útil a una amplia variedad de usuarios para tomar decisiones.

¹⁶⁹ Los estados financieros también muestran cómo rinde cuentas la Dirección por los recursos que se le confían.

¹⁷⁰ Véase *Resolution on Harmonization of Accounting and Auditing Standards* (2) Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, noviembre de 1988, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES39.pdf>. Véase también *Resolution on IASC Standards*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, mayo de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES19.pdf>; *Statement on the Development and Use of International Financial Reporting Standards*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD182.pdf>; *Outsourcing in Financial Services*, Informe del Foro Conjunto, febrero de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD184.pdf>.

¹⁷¹ *Principles for Auditor Oversight*, Declaración del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>.

tienen una amplia aplicación en la jurisdicción respecto a las ofertas públicas y a los valores cotizados y negociados públicamente. Los requisitos contables o informativos específicos que se aplican a mercados especializados, o a las categorías limitadas de participantes en el mercado, no deben afectar a la forma de evaluar una jurisdicción con respecto a estos Principios. Tales requisitos diferentes podrían estar asociados, por ejemplo, con: el nivel general de divulgación de información; los estados financieros individuales frente a los estados financieros consolidados; las notas a pie de página de los estados financieros; o la presentación de informes sobre los controles internos.

Temas Clave

1. La regulación debe exigir que las emisoras formulen estados financieros auditados de conformidad con unas normas contables de alta calidad y aceptables desde una óptica internacional. Unas normas contables de alta calidad, y aceptables desde una óptica internacional, son esenciales para mejorar la comparabilidad y la fiabilidad de los estados financieros para la toma de decisiones fundadas.
2. Debe haber un mecanismo apropiado para el establecimiento y la interpretación de normas contables de alta calidad, y aceptables desde una óptica internacional.
3. Estas normas contables de alta calidad y aceptables desde una óptica internacional deben ser exigibles y aplicadas.

Cuestiones Clave

1. ¿Se exige a las emisoras que incluyan los estados financieros auditados en:
 - (a) La documentación de una oferta pública y de admisión a cotización?¹⁷²
 - (b) Los informes anuales a disposición del público?
2. ¿Incluyen los estados financieros auditados requeridos:
 - (a) Un balance?
 - (b) Una cuenta de pérdidas y ganancias?
 - (c) Un estado de flujos de efectivo?
 - (d) Un estado de cambios en el patrimonio neto, o información comparable incluida en otras parte de los estados financieros auditados, o en las notas a pie de página?
3. Con respecto a los estados financieros que deben incluirse en la documentación de una oferta pública, y admisión a cotización y a los informes anuales a disposición del público:
 - (a) ¿Se exige que tales estados sean formulados y presentados de acuerdo con un completo conjunto de normas contables?
 - (b) ¿Exigen estas normas contables que los estados financieros
 - (i) Sean completos?

¹⁷² Puede haber algunas circunstancias, p. ej., en una IIC que aún no haya captado fondos y en una oferta de un producto titulizado, en las que los estados financieros sean innecesarios. En tales circunstancias, el regulador puede requerir otra información que considere pertinente para los términos de dichas ofertas.

- (ii) Estén diseñados para atender las necesidades de los inversionistas?
 - (iii) Reflejen una aplicación coherente de las normas contables?
 - (iv) Sean comparables si se presenta más de un período contable?
- (c) ¿Son las normas contables vigentes de una calidad aceptable desde una óptica internacional?
4. Cuando se utilicen estados financieros no auditados; por ejemplo: en los informes intermedios y en los estados financieros para períodos intermedios incluidos en la documentación de ofertas públicas, así como las admisiones a cotización, en formato íntegro o resumido; ¿Son conformes los estados financieros presentados con unas normas contables de alta calidad y aceptables desde una óptica internacional?
5. En cuanto a la supervisión, interpretación e independencia con respecto a las normas contables:
- (a) ¿Establece el marco normativo una organización responsable del establecimiento y de la interpretación oportuna de las normas contables?
 - (b) En caso afirmativo, ¿son los procesos de esa organización abiertos y transparentes? Si la organización es independiente, ¿se lleva a cabo el proceso de establecimiento e interpretación de las normas en cooperación con, o bajo la supervisión del regulador, o de otro órgano que actúa en defensa del interés público?
6. ¿Existe un sistema para hacer cumplir las normas contables?
7. Si las ofertas públicas o admisiones a cotización realizadas por las emisoras extrajeras son importantes dentro de la jurisdicción, ¿permite el regulador el uso de normas contables de alta calidad, y aceptables desde una óptica internacional, por parte de las empresas extranjeras que deseen cotizar o realizar una oferta de valores en el país?¹⁷³

Notas explicativas

Para ser consideradas completas a los efectos de la Cuestión Clave 3(a), las normas contables con arreglo a las cuales se formulan los estados financieros anuales, deben exigir unas notas a pie de página que: (a) presenten la información sobre la base de formulación de los estados financieros, así como los principales criterios contables utilizados en su formulación; y, (b) incluyan toda la información importante que tales normas exijan revelar que no haya sido

¹⁷³ Véase también el análisis en el Principio 16 acerca de la divulgación oportuna y completa de información financiera importante para las decisiones de inversión y las decisiones de voto de los accionistas. Véase también *Resolution on IASC Standards*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, mayo de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES19.pdf>; *Statement on the Development and Use of International Reporting Standards in 2005*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD182.pdf>; *International Disclosure Principles for Cross-Border Offerings and Listings of Debt Securities by Foreign Issuers*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD242.pdf>; y de *IOSCO Statement on International Auditing Standards*, Tel Aviv, junio de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/statements/pdf/statements-7.pdf>.

presentada en otras partes de dichos estados financieros.¹⁷⁴ El evaluador deberá determinar si se hace cumplir las normas y cómo se hace cumplirlas.

Las normas contables citadas en la Cuestión Clave 3 y en partes de la Cuestión Clave 5, no son necesariamente normas que sean establecidas o interpretadas por una organización dentro de la jurisdicción. Algunas jurisdicciones pueden optar por adoptar y confiar en normas establecidas, y/o interpretadas, por organismos internacionales u otras organizaciones de normalización. Sin embargo, en tales circunstancias es esencial que una jurisdicción tenga establecido un marco normativo que contemple un mecanismo para garantizar la aplicación y la supervisión, inspección y sanción eficaces de esas normas. Los mecanismos de aplicación y supervisión, inspección y sanción de una jurisdicción no tendrán necesariamente que contar con el regulador, u otras autoridades encargadas de supervisar, inspeccionar y sancionar, organizadas dentro de la jurisdicción; no obstante, si se recurre a la supervisión, inspección y sanción por un tercero, es fundamental que el marco normativo de la jurisdicción establezca que el regulador, u otro órgano que actúa en defensa del interés público, sea capaz de supervisar el proceso de supervisión, inspección y sanción y de garantizar que el proceso sea vinculante para las empresas cuyos valores sean objeto de una oferta pública, o sean negociados públicamente dentro de la jurisdicción, y para los auditores de cuentas externos que ejerzan su profesión dentro de la jurisdicción.

Para evaluar si se han establecido mecanismos suficientes para hacer cumplir las normas contables con arreglo a la Cuestión Clave 6, los evaluadores podrán tener en cuenta los requisitos de que, en los casos en que los estados financieros se desvíen de las normas aceptadas, dichos estados financieros deberán ser reexpresados o, de otro modo, corregidos.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 5(b) y 7.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 2(c), 4, 5(b) y 7.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b), 2(a), 2(b), 2(d), 3(a), 3(b), 3(c), 5(a) ó 6.

¹⁷⁴ Véase *Statement on Providing Investors with Appropriate and Complete Information on Accounting Frameworks Used to Prepare Financial Statements*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2008, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD262.pdf>.

F. PRINCIPIOS PARA LOS AUDITORES DE CUENTAS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y OTROS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN

1. Preámbulo

Estos Principios tratan de la información en la que los inversionistas pueden confiar a la hora de tomar decisiones de inversión. Se diferencian de los Principios relativos a las emisoras en que se refieren a la información que, por lo general, no preparan los propios emisores. Dentro de los mercados financieros modernos, existen entidades que analizan, evalúan o proporcionan información cierta a los inversionistas sobre las emisoras o sus valores para ayudar a los inversionistas en sus decisiones de inversión.

A efectos de los Objetivos y Principios de IOSCO, estas entidades se denominan "proveedores de servicios de información". Estos servicios de análisis, evaluación o auditoría pueden adoptar la forma de dictámenes:

- La presentación fiel o la expresión de la imagen fiel de los estados financieros de las emisoras,
- La solvencia o los resultados financieros previstos de las emisoras, u
- Otros aspectos importantes de las actividades de las emisoras que los inversionistas consideren importantes para tomar decisiones de inversión.

En consecuencia, en los Principios de esta sección se abordan los auditores de cuentas, las agencias de calificación crediticia y los analistas "sell-side" (contratados por los vendedores de productos y servicios financieros). Otros proveedores de servicios de información también pueden entrar en el ámbito de aplicación de estos Principios.

Los Principios 19, 20 y 21 se refieren a las normas de auditoría y a los auditores de cuentas, y están estrechamente interrelacionados. Pretenden ayudar a los reguladores de los mercados de valores y a otras autoridades responsables en materia de supervisión de los auditores de cuentas, a desarrollar y mejorar las estructuras y los requisitos regulatorios relacionados con la auditoría de cuentas. En las jurisdicciones donde el regulador de valores no tenga la responsabilidad primordial de supervisión de los auditores de cuentas y de las normas de auditoría, el regulador tendrá interés por promover la existencia de un sistema de supervisión que sea compatible con el mantenimiento y la mejora de la confianza de los inversionistas en los estados financieros.

El hecho de que los estados financieros sean completos, coherentes, pertinentes, fiables y comparables es crucial para tomar decisiones fundadas. Los inversionistas necesitan estados financieros creíbles y fiables para tomar decisiones sobre las asignaciones de capital. La percepción que tiene el público de la credibilidad de la información financiera presentada por las emisoras cotizadas está muy influida por la eficacia percibida de los auditores de cuentas externos, tanto a la hora de examinar como a la hora de realizar un informe sobre los estados financieros. La fiabilidad de la información financiera también se ve favorecida por las auditorías llevadas a cabo por los auditores de cuentas independientes, que certifiquen si los estados financieros formulados por la Dirección presentan fielmente o expresan la imagen fiel de la situación financiera y de los resultados financieros del emisor, de conformidad con las normas con arreglo a las cuales se hayan formulado. El informe de auditoría debe dar una opinión de auditoría sobre el cumplimiento de los requisitos del marco de contabilidad,

incluidas las normas de contabilidad, y de cualesquiera requisitos sobre "presentación fiel" o "expresión de la imagen fiel". Las auditorías deben llevarse a cabo de conformidad con un completo conjunto de normas de calidad alta e internacionalmente aceptada; y ser realizadas por auditores de cuentas que estén sujetos a una supervisión eficaz, y que sean reales y aparentemente independientes de las entidades a las que auditen.

Los Principios 22 y 23 están relacionados respectivamente con las Agencias de Calificación Crediticia (CRAs, por sus siglas en inglés), y con otros proveedores de servicios de información, pero no están estrechamente interrelacionados. Las CRAs pueden desempeñar un papel importante en los mercados de capitales modernos opinando sobre el riesgo de crédito de las emisoras de valores y sus obligaciones financieras. Dado que las CRAs pueden desempeñar un papel importante en los mercados de valores, las actividades de las CRAs son de interés para inversionistas, emisores, intermediarios de mercado y reguladores financieros. Los reguladores de valores, en particular, tienen frecuentemente un doble interés en las actividades de las CRAs; tanto porque las CRAs pueden afectar a la transparencia del mercado como porque algunas jurisdicciones permiten el uso de las calificaciones crediticias (ratings) de las CRAs con fines reguladores.

Además de las CRAs, existen otras entidades que prestan servicios analíticos o de evaluación de diversos tipos a los inversionistas, con el fin de ayudarles a evaluar la conveniencia de una determinada oportunidad de inversión. Un ejemplo de una de estas entidades que prestan servicios analíticos o de evaluación son los analistas de valores "sell-side", contratados por los departamentos de análisis de empresas de inversión, con una gama completa de servicios, como las sociedades de valores y los bancos de inversión, que ofrecen análisis tanto a pequeños inversionistas como a inversionistas institucionales. Esos analistas de valores "sell-side" pueden enfrentarse a conflictos de intereses, que pueden poner en peligro sus capacidades para ofrecer a los inversionistas opiniones independientes e imparciales. Otros tipos de entidades que prestan servicios analíticos o de evaluación también pueden enfrentarse a conflictos de intereses, que pueden ser similares o bastante diferentes, en función de la naturaleza del proveedor y/o de los servicios de información que presten.

2. *Ámbito de aplicación*

Los Principios 19 a 21 están destinados a aplicarse a quienes ofrezcan servicios de auditoría para emisores cuyos valores coticen, ya sean o bien objeto de una oferta pública o bien sean negociados públicamente (emisor cotizado).

El Principio 22 tiene la finalidad de ir destinado a aplicarse a todas las CRAs que presten servicios de asignación de ratings respecto a los valores de emisores que sean vendidos a inversionistas. Las CRAs deben estar sujetas a unos niveles adecuados de supervisión, cuya naturaleza puede depender de la estructura del mercado; de la estructura del sector de las CRAs en una determinada jurisdicción; de la manera de utilizar los ratings en una jurisdicción dada; así como de los correspondientes riesgos reguladores que las CRAs puedan plantear. En caso de que las calificaciones crediticias se utilicen con fines reguladores en una jurisdicción, por la expresión "niveles adecuados de supervisión", se entenderá alguna forma de inscripción de supervisión continua.

El Principio 23 va destinado a aplicarse a entidades distintas de los auditores de cuentas o de las CRAs que también presten servicios analíticos o de evaluación de diversos tipos a los inversionistas, con el fin de ayudarles a evaluar la conveniencia de una determinada oportunidad de inversión. Esto incluiría a los analistas "sell-side".

PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS AUDITORES DE CUENTAS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y OTROS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN

3. Principios 19 a 23

Principio 19 Los auditores de cuentas deben estar sometidos a unos niveles adecuados de supervisión.
--

La supervisión eficaz de quienes presten servicios de auditoría es fundamental para la fiabilidad e integridad del proceso de presentación de informes financieros; al mismo tiempo, ayuda a reducir los riesgos de la información financiera y de los errores de auditoría en el mercado público de valores. El objetivo último de esta supervisión es proteger los intereses de los inversionistas y favorecer el interés público en la preparación de informes de auditoría dotados de información, veraces, fieles a la realidad e independientes.

Un sistema de supervisión de los auditores de cuentas, que no esté basado exclusiva o predominantemente en la autorregulación, tiene ciertas ventajas. La supervisión de los auditores de cuentas puede tener lugar en varias maneras, como dentro de las sociedades de auditoría de cuentas, por parte de las organizaciones profesionales, a cargo de los órganos de supervisión del sector público o privado y a través de una supervisión por parte del Gobierno. Dentro de una jurisdicción, los auditores de cuentas deben estar sujetos a supervisión por un órgano que actúe en defensa del interés público, y que se considere que así lo hace¹⁷⁵. La regulación debe, entre otras cosas, tratar de garantizar:

- Que la labor de auditoría se lleve a cabo en virtud de unas normas de calidad alta e internacionalmente aceptables.
- Que se diseñen normas para promover la independencia del auditor de cuentas.¹⁷⁶
- Que haya mecanismos para hacer cumplir las normas de auditoría; y
- Que las auditorías se lleven a cabo con un alto grado de objetividad.¹⁷⁷

Temas Clave

1. Los auditores de cuentas deben ser sometidos a la supervisión de un órgano que actúe en defensa del interés público, y que se considere que así lo hace. Aunque la naturaleza del órgano de supervisión de los auditores de cuentas, y el proceso a través del cual desempeña sus actividades, pueden diferir de una jurisdicción a otra, una

¹⁷⁵ Véase la Introducción de *Principles for Auditor Oversight*, Declaración del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>.

¹⁷⁶ *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*, Declaración del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD133.pdf>. Véase también *IOSCO Statement on International Auditing Standards*, noviembre de 2007; *Survey Report on Regulation and Oversight of Auditors*, Informe del Comité Técnico y del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, abril de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD199.pdf>; *Issuer Internal Control Requirements – A Survey*, Informe del Comité Técnico y del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, diciembre de 2006, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD229.pdf>; *Survey on the Regulation of Non-Audit Services Provided by Auditors to Audited Companies*, Informe Resumido del Comité Técnico y del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, enero de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD231.pdf>; y *Board Independence of Listed Companies*, Informe Final del Comité Técnico de IOSCO en consulta con la OCDE, marzo de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD238.pdf>.

¹⁷⁷ Véase también *Survey Report on Regulation and Oversight of Auditors*, Informe del Comité Técnico y del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, abril de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD199.pdf>.

supervisión eficaz incluirá, por lo general, los siguientes mecanismos o procesos, que:¹⁷⁸

- (a) Exijan que los auditores de cuentas tengan la debida cualificación y competencia profesional antes de ser autorizados para realizar auditorías.
- (b) Revoquen la autorización para realizar auditorías si no se mantiene la debida cualificación y competencia.
- (c) Exijan que los auditores de cuentas de forma real y aparente, sean independientes de las empresas a las que auditen.
- (d) Proporcionen supervisión sobre la calidad de la auditoría, así como la aplicación de las normas de auditoría, independencia y éticas; al mismo tiempo que proporcionen supervisión sobre los entornos de control de calidad.¹⁷⁹
- (e) Exijan que los auditores de cuentas estén sujetos a la disciplina de un órgano de supervisión de los auditores de cuentas, que sea independiente de la profesión de auditor o, si la organización profesional actúa como órgano de supervisión, sea supervisado por un órgano independiente.
- (f) Exijan que el órgano de supervisión de los auditores realice revisiones periódicas de los procedimientos y las prácticas de auditoría de las empresas que auditan los estados financieros de emisores cotizados. Las revisiones deben llevarse a cabo de forma periódica y deben estar diseñadas para determinar el grado en que las sociedades de auditoría de cuentas dispongan de y cumplan unos procedimientos y políticas de control de calidad adecuados que aborden todos los aspectos importantes de la auditoría.
- (g) Un órgano de supervisión de los auditores de cuentas debe abordar también otras cuestiones como la competencia profesional, la rotación del personal de auditoría, el empleo de personal de auditoría por los clientes de la auditoría, los servicios de consultoría y otros servicios distintos de la auditoría y el resto de asuntos que considere oportuno.
- (h) Un órgano de supervisión de los auditores de cuentas debe estar autorizado para establecer las medidas correctoras de los problemas detectados y para emprender y/o llevar a cabo procedimientos disciplinarios para imponer sanciones a los auditores de cuentas y, en su caso, a las sociedades de auditoría de cuentas.

Cuestiones Clave

1. ¿Proporciona el sistema normativo un marco de supervisión de la calidad y aplicación de las normas de auditoría, independencia y éticas, incluyendo los entornos de control de calidad en el que los auditores de cuentas actúen?

¹⁷⁸ Véanse *Principles for Auditor Oversight*, Declaración del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>.

¹⁷⁹ Consúltese también *Board Independence of Listed Companies*, Informe Final del Comité Técnico de IOSCO en consulta con la OCDE, marzo de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD238.pdf>.

2. ¿Se exige que los auditores de cuentas tengan una cualificación y competencia conforme a unos requisitos mínimos antes de ser autorizados para realizar auditorías y para mantener su competencia profesional?
3. ¿Hay un órgano de supervisión que actúe en defensa del interés público; tiene este órgano unos asociados adecuados, una adecuada carta de responsabilidades, facultades, así como financiación suficiente para que las responsabilidades de supervisión sean desempeñadas de una manera independiente de la profesión de auditoría?
4. ¿Cuenta el órgano de supervisión de los auditores de cuentas con un proceso establecido de realizaciones de revisiones periódicas de los procedimientos, así como las prácticas de auditoría de las empresas que auditan estados financieros de emisores cotizados?
5. ¿Existen normas y procedimientos para las evaluaciones periódicas por el órgano de supervisión dirigidas a determinar si el auditor de cuentas es, de forma real y aparente, independiente, y sigue siéndolo, de las empresas que audita?
6.
 - (a) Si el proceso de supervisión se lleva a cabo en coordinación con mecanismos de control de calidad similares establecidos dentro de la profesión de auditor, ¿mantiene el órgano de supervisión el control sobre Temas Clave como el alcance de las revisiones, el acceso a y la conservación de los documentos de trabajo de auditoría; así como otra información necesaria para las revisiones; y realiza el órgano de supervisión un seguimiento de los resultados de las revisiones?
 - (b) ¿Se efectúan revisiones de forma recurrente y están dichas revisiones diseñadas para determinar el grado en que las sociedades de auditoría de cuentas disponen de, y cumplen unos procedimientos, así como políticas de control de calidad, adecuados que aborden todos los aspectos importantes de la auditoría?
7. ¿Está el órgano de supervisión de los auditores de cuentas autorizado para establecer las medidas correctoras de los problemas detectados y para emprender y/o llevar a cabo los procedimientos disciplinarios para imponer sanciones a los auditores de cuentas y, en su caso, a las sociedades de auditoría de cuentas?

Notas explicativas

La supervisión de los auditores de cuentas puede producirse de varias maneras, como dentro de las sociedades de auditoría de cuentas, por parte de organizaciones profesionales, a cargo de órganos de supervisión del sector público o privado y a través de una supervisión por el Gobierno.

El uso de la expresión "órgano de supervisión" debe interpretarse en sentido amplio. En algunas jurisdicciones, hay una organización concreta encargada de actuar en defensa del interés público para supervisar a los auditores de cuentas y a la que se han conferido ciertas facultades, incluida el derecho de dictar normas; así como la facultad de llevar a cabo inspecciones y hacer guardar la disciplina a los auditores de cuentas. En otras jurisdicciones, es posible que existan dos o más organizaciones que compartan la responsabilidad del cumplimiento de los mismos objetivos. Independientemente de la estructura, el marco de supervisión de los auditores de cuentas no debe basarse exclusiva o predominantemente en la autorregulación. Debe existir un mecanismo que exija a los auditores de cuentas estar sujetos a

la disciplina de un órgano de supervisión de los auditores de cuentas que sea independiente de la profesión de auditoría: al mismo tiempo, si una organización profesional ejerce de órgano de supervisión, que sea supervisado por un órgano independiente.

Los "aspectos importantes de la auditoría" a los que se refiere la Cuestión Clave 6(b) incluyen:

- Independencia, integridad y ética de los auditores de cuentas.
- Objetividad de las auditorías.
- Selección, formación y supervisión de personal.
- Aceptación, continuidad y baja de los clientes de auditoría.
- Metodología de auditoría.
- Desempeño de la auditoría (es decir, cumplimiento de las normas de auditoría generalmente aceptadas aplicables).
- Consulta sobre asuntos difíciles, polémicos o delicados; y resolución de las diferencias de opinión en auditorías.
- Revisiones de las auditorías por un segundo socio.
- Comunicaciones con la Dirección, los consejos de vigilancia y los comités de auditoría de los clientes de auditoría.
- Comunicaciones con los organismos encargados de supervisar el proceso de presentación de informes financieros.
- Fondos para la formación profesional continua.
- Competencia profesional.
- Rotación del personal de auditoría.
- Empleo de personal de auditoría por los clientes de auditoría.
- Consultoría y otros servicios distintos del de auditoría.¹⁸⁰

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 6(b).

Parcialmente Implementado

¹⁸⁰ Véase *Principles for Auditor Oversight*, Declaración del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, pág. 4, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD134.pdf>.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS AUDITORES DE CUENTAS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y OTROS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 4 y 6(b).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2, 3, 5, 6(a) ó 7.

Principio 20 Los auditores de cuentas deben ser independientes del emisor que auditen.

Los auditores de cuentas independientes desempeñan un papel fundamental en la mejora de la fiabilidad de la información financiera, al certificar si los estados financieros formulados por la Dirección presentan fielmente, o expresan la imagen fiel de, la situación financiera y los resultados pasados del emisor, de conformidad con las normas aceptadas.

Un auditor de cuentas externo juega un papel fundamental al dar credibilidad independiente a los estados financieros publicados que utilizan los inversionistas, acreedores y otros grupos de interés como base para tomar decisiones de asignación de capital. La percepción que tiene el público de la credibilidad de los informes financieros presentados por las emisoras cotizadas, se ve muy influida por la eficacia percibida de los auditores de cuentas externos, al examinar y presentar informes sobre los estados financieros. Un elemento fundamental de esta confianza del público es que los auditores de cuentas externos actúan, y se considera que así lo hacen, en un entorno que respalda la toma objetiva de decisiones sobre cuestiones fundamentales que tienen un importante efecto sobre los estados financieros. Para que esto suceda, los auditores de cuentas deben ser, de forma real y aparente, independientes de las entidades que auditen.

Las normas de independencia de los auditores de cuentas de emisores cotizados deben ser diseñadas para promover un ambiente en el que el auditor de cuentas esté libre de cualquier influencia, interés o relación que pueda menoscabar su criterio profesional o su objetividad o que, a juicio de un inversionista razonable, pueda menoscabar su criterio profesional o su objetividad. Unas sólidas normas de independencia que se apliquen de forma coherente y se hagan cumplir son un elemento necesario para convencer al público inversionista de que los auditores de cuentas están en condiciones de ejercer un criterio objetivo para pronunciarse sobre las afirmaciones de la Dirección recogidas en los estados financieros de una entidad.¹⁸¹

Temas Clave

1. El marco normativo debe ser diseñado para promover la independencia del auditor de cuentas y la supervisión de la independencia del auditor de cuentas.
2. Las normas de independencia de los auditores de cuentas externos deben establecer un marco de principios, respaldado por una combinación de prohibiciones, restricciones, otras políticas y procedimientos e informaciones a revelar, que dé respuesta, al menos, a las siguientes amenazas para la independencia:
 - (a) Interés propio;
 - (b) Autorrevisión.
 - defensaFamiliaridad; e
 - (c) Intimidación.

¹⁸¹ Véase *Principles of Auditor Independence and the Role of Corporate Governance in Monitoring an Auditor's Independence*, Declaración del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD133.pdf>.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS AUDITORES DE CUENTAS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y OTROS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN

3. La independencia debe incluir la oportuna rotación del auditor de cuentas y/o del equipo encargado del mandato de auditoría, de tal manera que el/los alto(s) miembro(s) de un equipo no permanezcan en puestos donde se tomen las decisiones clave durante un período prolongado.
4. En el caso de emisores cotizados, independientemente de la estructura jurídica concreta existente en la jurisdicción, un órgano de buen gobierno empresarial que sea, de forma real y aparente, independiente de la Dirección de la empresa que esté siendo auditada (p. ej., comité de auditoría, consejo de auditores de cuentas corporativos u otro órgano independiente de la Dirección de la entidad) debe supervisar el proceso de selección y nombramiento del auditor de cuentas externo.
5. Cuando un auditor de cuentas de un emisor cotizado sea sustituido, debe exigirse la revelación sin demora de este hecho al público.
6. La estructura del buen gobierno empresarial de las emisoras cotizadas debe contribuir al control y a la protección de la independencia de su auditor de cuentas externo.

Cuestiones Clave

1. ¿Establece el marco normativo normas para la independencia de los auditores de cuentas externos?
2. ¿Contienen las normas restricciones relativas a las sociedades de auditoría de cuentas, y a las personas integrantes de la sociedad de auditoría de cuentas, en relación con las relaciones financieras, de negocio o de otro tipo con una entidad que esa sociedad de auditoría audite?
3. ¿Dan respuesta las normas a lo siguiente:
 - (a) Interés propio?
 - (b) Autorrevisión?
 - (c) Apoyo?
 - (d) Familiaridad?
 - (e) Intimidación?
4. ¿Hay normas regulatorias que rijan la prestación de servicios, distintos del de auditoría, a una entidad que una sociedad de auditoría de cuentas audite?
5. ¿Se exige a los auditores de cuentas que establezcan y mantengan sistemas internos, acuerdos de buen gobierno empresarial y procesos para el control, la identificación y la respuesta a las amenazas para la independencia; incluida la rotación de auditores de cuentas y/o de superior(es) del equipo encargado del mandato de auditoría, y para el cumplimiento de las normas?
6. Desde el punto de vista de las emisoras cotizadas:
 - (a) ¿Se exige al auditor de cuentas externo que, de forma real y aparente, sea independiente de la entidad que esté siendo auditada?
 - (b) ¿Hay un órgano de buen gobierno empresarial que, de forma real y aparente, sea independiente de la Dirección de la entidad (p. ej., comité de auditoría, consejo

de auditores de cuentas corporativos u otro órgano independiente de la Dirección de la entidad) que supervise el proceso de selección y nombramiento del auditor de cuentas externo?

- (c) ¿Pretenden las normas de buen gobierno empresarial promover y contribuir al control y a la protección de la independencia del auditor de cuentas externo?
 - (d) ¿Se exige revelar sin demora información sobre la renuncia, destitución o sustitución de un auditor de cuentas externo?
7. ¿Hay establecido un mecanismo adecuado para hacer cumplir las normas de independencia de los auditores de cuentas, por ejemplo: establecer medidas correctoras para los problemas detectados e iniciar y ejecutar procedimientos disciplinarios para imponer sanciones a los auditores de cuentas y, en su caso, a las sociedades de auditoría de cuentas; negarse a aceptar o exigir una revisión de los informes de auditoría; o por falta de independencia?

Notas explicativas

Al estudiar la manera de diseñar el marco normativo para que aborde la independencia de los auditores de cuentas, así como una adecuada supervisión de la independencia de los auditores de cuentas, los siguientes puntos más concretos resultan pertinentes:

- los estándares sobre independencia deben identificar las medidas adecuadas que el auditor de cuentas debe aplicar para dar respuesta a las eventuales amenazas para la independencia que surjan en el marco de actividades y relaciones aceptables.
- Los estándares sobre
- independencia deben estar respaldadas por unos rigurosos requisitos de que las sociedades de auditoría de cuentas establezcan y mantengan sistemas y procesos internos de control, identificación y respuesta a las amenazas para la independencia y de garantía del cumplimiento de las normas, reglamentaciones, prohibiciones y restricciones aplicables.

Los estándares sobre independencia deben exigir al auditor de cuentas identificar y evaluar todas las amenazas importantes, o potencialmente significativas, para la independencia, incluidas las derivadas de las recientes relaciones con la entidad que esté siendo auditada, que puedan haber precedido al nombramiento como auditor, y demostrar cómo ha respondido el auditor de cuentas a tales amenazas significativas.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 5.

Parcialmente Implementado

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

PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS AUDITORES DE CUENTAS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y OTROS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2, 3(a), 3(b), 3(c), 3(d), 3(e), 6(a), 6(b), 6(c), 6(d) y 7.

<p>Principio 21 Las normas de auditoría deben ser de una calidad alta y aceptable desde una óptica internacional.</p>

Unas normas de auditoría de alta calidad ayudan a salvaguardar la integridad de los estados financieros de un emisor. Las normas de auditoría son las garantías necesarias de la fiabilidad de la información financiera; dichas normas deben ser completas, estar bien definidas y ser de una calidad alta y aceptable desde una óptica internacional. Son el necesario contrapunto a unas normas de contabilidad de alta calidad e internacionalmente aceptadas; su aplicación en auditorías contribuye a proporcionar a los inversionistas información exacta y pertinente sobre los resultados financieros.

La regulación relativa a las normas de auditoría debe exigir:

- Una verificación independiente de los estados financieros, así como el cumplimiento de los principios de contabilidad, mediante una auditoría externa profesional.
- Un mecanismo apropiado de establecimiento de normas de calidad, y asegurar que, cuando exista alguna controversia o incertidumbre, las normas puedan someterse a una interpretación autorizada y oportuna que se aplique de manera coherente.
- Que cualquier auditoría se lleve a cabo con arreglo a unas normas de una calidad alta y aceptable desde una óptica internacional.

Temas Clave

1. La regulación debe exigir que los estados financieros sean formulados por las emisoras cotizadas que estén siendo auditados de acuerdo con un completo conjunto de normas de auditoría.
2. Tales normas de auditoría debe ser de una calidad alta y aceptable desde una óptica internacional, con el fin de contribuir a la calidad de la presentación de los informes financieros y a la fiabilidad de la información financiera; de este modo, se apuntalaría la confianza de los inversionistas y la toma de decisiones.
3. Debe haber un mecanismo apropiado para el establecimiento y la interpretación de las normas de auditoría.
4. Debe haber un marco normativo para hacer cumplir las normas de auditoría.

Cuestiones Clave

1. ¿Exige el marco normativo que los estados financieros incluidos en la documentación de una oferta pública, y de admisión a cotización, así como en los informes anuales de público acceso, estén auditados de conformidad con un completo conjunto de normas de auditoría?
2. ¿Son las vigentes normas de auditoría de una calidad alta y aceptable desde una óptica internacional?

3.

- (a) ¿Prevé el marco normativo una organización responsable del establecimiento y de la actualización oportuna de las normas de auditoría?
- (b) En caso afirmativo, ¿son los procesos de la organización: abiertos, transparentes y objeto de una supervisión pública; en caso de que la organización sea independiente; se lleva a cabo el proceso de establecimiento e interpretación de las normas en cooperación con el regulador u otro órgano que actúe en defensa del interés público o bajo su supervisión?

4. ¿Hay establecido un mecanismo adecuado para hacer cumplir las normas de auditoría?

Notas explicativas

Este Principio debe ser considerado y evaluado junto con el Principio 16, que exige la divulgación completa, oportuna y precisa de la información financiera importante para las decisiones de inversión; así como con el Principio 18, que requiere el uso de normas contables de una calidad alta y aceptable desde una óptica internacional. El evaluador debe establecer, de acuerdo con los Principios 16 y 18, si los estados financieros que deben incluirse en la documentación de una oferta pública y de admisión a cotización y en los informes periódicos, son suficientes para cumplir el requisito de una divulgación completa, precisa y oportuna; a continuación, se deben evaluar, en virtud del Principio 21, las normas de auditoría utilizadas en su verificación.

Las normas de auditoría a las que acabamos de referirnos no serán necesariamente las normas establecidas o interpretadas por una organización existente dentro de la jurisdicción. Algunas jurisdicciones pueden optar por adoptar y confiar en normas establecidas y/o interpretadas por organizaciones internacionales u otras organizaciones que establezcan normas.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 3(b).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 3(a) y 3(b).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2 ó 4.

Principio 22 Las agencias de calificación crediticia deben estar sometidas a unos niveles adecuados de supervisión. El sistema normativo debe garantizar que las agencias de calificación crediticia cuyas calificaciones sean utilizadas con fines reguladores estén inscritas en un registro y se supervisen de forma continua.

Las agencias de calificación crediticia (CRAs, por sus siglas en inglés) pueden desempeñar un papel importante en los mercados de capitales modernos. Las CRAs opinan normalmente sobre el riesgo de crédito de las emisoras de valores y sobre sus obligaciones financieras. Dada la enorme cantidad de información que los inversionistas tienen hoy a su disposición, alguna de ellas valiosas y algunas otras no; las CRAs pueden desempeñar un valioso papel ayudando a los inversionistas y a otros a cribar esta información; así como a analizar los riesgos de crédito que corren cuando prestan a un determinado prestatario, o al comprar a un emisor valores de deuda, y similares a deuda.

Dado que las CRAs pueden desempeñar un papel importante en los mercados de valores, las actividades de las CRAs son de interés para inversionistas, emisores, intermediarios de mercado y reguladores financieros. Los reguladores de valores, en particular, tienen frecuentemente un doble interés en las actividades de las CRAs, tanto porque las CRAs pueden afectar a la transparencia del mercado, como porque algunas jurisdicciones permiten el uso de las calificaciones crediticias (ratings) de las CRAs con fines reguladores.

Puesto que las CRAs pueden jugar un papel importante ayudando a los participantes en los mercados a incorporar a su proceso de toma de decisiones una información voluminosa, variada y muy complicada sobre una determinada inversión, los reguladores, los participantes en los mercados y las propias CRAs tienen interés por que las CRAs cumplan su cometido de forma honesta e imparcial. En caso de que las calificaciones crediticias (ratings) se utilicen con fines reguladores —por ejemplo, permitiendo a las entidades reguladas utilizar los ratings de un valor como parte de una evaluación del capital neto, o exigiendo que los gestores de fondos sólo incluyan valores calificados por encima de un cierto nivel en algunos tipos de fondos— el interés del regulador en las actividades de estas CRAs puede ser incluso mayor.

En consecuencia, las CRAs deben estar sujetas a niveles adecuados de supervisión, cuya naturaleza dependerá de:

- La estructura del mercado.
- La estructura de la industria de las CRAs en una determinada jurisdicción.
- La manera en que se utilicen las calificaciones crediticias en una jurisdicción dada; y
- Los correspondientes riesgos reguladores que poseen las CRAs.

En caso de que las calificaciones crediticias se utilicen con fines regulatorios en una jurisdicción, por la expresión "niveles adecuados de supervisión" de la CRA que emita esos ratings, se entenderá: alguna forma de inscripción en un registro y supervisión continua, si bien, tal como se señala más adelante, tal supervisión no corresponderá necesariamente al regulador en cuya jurisdicción se utilicen los ratings.

Temas Clave

1. IOSCO ha elaborado una Declaración de Principios relativos a las actividades de las agencias de calificación crediticia (los Principios CRA), que están diseñados para "ser una herramienta útil para los reguladores de valores, las CRAs y otros que deseen mejorar la forma de funcionamiento de las CRAs, así como el modo en que las opiniones asignadas por las CRAs son utilizadas por los participantes en los mercados."¹⁸² Para tener en cuenta las diferencias de tamaño y de modelos de negocio de las CRAs, no se estableció una manera fija de aplicar los principios. Los Principios CRA contemplan que podría utilizarse una variedad de mecanismos, incluyendo tanto mecanismos del mercado como de regulación. Tras la publicación de los Principios CRA, algunos analistas, incluyendo varias CRAs, sugirieron que sería útil que IOSCO elaborase un código de conducta más detallado y específico que sirviese de guía a las CRAs para la consecución de los objetivos de los Principios CRA. En respuesta, IOSCO elaboró el documento *Fundamentos de un código de conducta para las agencias de calificación crediticia* (el "Código IOSCO"), que los miembros del Comité Técnico de IOSCO esperan que las CRAs pongan plenamente en práctica.¹⁸³ Al igual que con los Principios CRA, el Código IOSCO no se ha diseñado para ser rígido o formulista y se ha diseñado para ofrecer a las CRAs un cierto grado de flexibilidad en cómo se incorporan sus medidas en sus códigos de conducta individuales, de acuerdo con las circunstancias legales y de mercado específicas de cada CRA. El Código IOSCO pide a las CRAs que revelen la manera en que cada una de las disposiciones del Código IOSCO se adopta en el propio código de conducta de la CRA, explicar si y la manera en que sus propios códigos se desvían del Código IOSCO, así como el modo en que tales desviaciones alcanzan, no obstante, los objetivos establecidos en los Principios CRA y en el Código IOSCO.
2. Los Principios CRA de IOSCO, y el Código IOSCO "articulan cuatro objetivos que las CRAs, los reguladores, las emisoras y el resto de los participantes en los mercados deben esforzarse por lograr."¹⁸⁴ Los cuatro objetivos están diseñados para alentar la adopción de procedimientos y mecanismos que promuevan:
 - (a) La calidad e integridad del proceso de calificación;
 - (b) La independencia de las CRAs y evitar conflictos de intereses.
 - (c) La aportación a los inversionistas de información oportuna sobre un rating y sobre los procedimientos, metodologías e hipótesis que subyacen en ese rating; y
 - (d) La protección de la información confidencial de una divulgación prematura o de una utilización por la CRA, o por sus empleados, que no esté relacionada con las actividades de calificación de una CRA.

¹⁸² *IOSCO Statement Of Principles Regarding The Activities Of Credit Rating Agencies*, Declaración del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD151.pdf>.

¹⁸³ *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, diciembre de 2004 (Revisado en mayo de 2008), disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>.

¹⁸⁴ *Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2011 (el "Informe de IOSCO sobre Aplicación de la Regulación por las CRAs"), disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD346.pdf>.

3. Un régimen de supervisión diseñado para lograr estos objetivos puede adoptar muchas formas diferentes. En algunos casos, una jurisdicción puede decidir que estos objetivos pueden aplicarse mejor a través de mecanismos internos de las CRAs y ser promovidos mejor por los prestatarios, prestamistas y otros participantes en los mercados. En otros casos, una jurisdicción puede decidir que la mejor manera de lograr los objetivos es mediante requisitos regulatorios. En consecuencia, los mecanismos de consecución de los objetivos podrán adoptar la forma de cualquier combinación de los siguientes:
 - (a) Regulación gubernamental.
 - (b) Regulación impuesta por reguladores no gubernamentales establecidos por ley;
 - (c) Códigos sectoriales; y
 - (d) Políticas y procedimientos internos de las agencias de calificación.
4. No obstante, en caso de que las calificaciones de la CRA se utilicen con fines reguladores; el sistema normativo debe establecer mecanismos que traten de conseguir los objetivos antes citados, a través de requisitos de inscripción en un registro y de supervisión que impongan obligaciones vinculantes y exigibles a las CRAs.

Cuestiones Clave

Inscripción en un registro:

1.
 - (a) ¿Tiene la jurisdicción una definición de "calificación crediticia", y/o de "agencia de calificación crediticia"; o bien define el alcance de las actividades con el fin de imponer requisitos de inscripción y supervisión a las entidades que se dedican a la actividad tanto de determinar como de emitir las calificaciones crediticias que se utilizan con fines regulatorios
 - (b) ?
 - (c) ¿Están situadas las CRAs en la jurisdicción y están sujetas a inscripción las CRAs cuyos ratings se utilizan con fines reguladores en la jurisdicción ("CRAs reguladas")?
 - (d) ¿Ofrecen los requisitos de inscripción de la jurisdicción al regulador la capacidad de obtener toda la información que considere necesaria de una CRA que solicite la inscripción en un registro, con el fin de determinar si los requisitos de inscripción se han cumplido?
 - (e) Si las calificaciones de una CRA se utilizan con fines reguladores, pero la CRA no se encuentra situada en el mercado del regulador, y el regulador no exige inscripción ni supervisión de la CRA en cuestión, ¿ha aplicado el regulador un criterio razonable para garantizar que la CRA esté sujeta a la inscripción y la supervisión tal como estipula el Principio 22?

Supervisión continua:

2.

- (a) ¿Ofrecen los requisitos de inscripción de la jurisdicción al regulador la capacidad de obtener toda la información acerca de una CRA regulada que el regulador considere necesaria para realizar una adecuada supervisión de la CRA regulada?
- (b) ¿Son las CRAs, cuyos ratings sean utilizados con fines reguladores en la jurisdicción, y que se encuentren en la jurisdicción:
 - (i) Supervisadas de manera continua;
 - (ii) Objeto de examen por parte del regulador; y
 - (iii) Objeto de la obligación de cumplir los requisitos de la jurisdicción?

Autoridad encargada del registro:

3. ¿Tiene el regulador la facultad de:

- (a) Negarse a inscribir una CRA si no se han cumplido los requisitos de inscripción, y de revocar, suspender o condicionar una inscripción en un registro, o una autorización, en caso de que se produzca un incumplimiento, por una CRA regulada, de los requisitos aplicables?
- (b) Imponer medidas y sanciones adecuadas para dar respuesta a un incumplimiento por una CRA regulada de los requisitos aplicables?

Requisitos de supervisión: calidad e integridad

4. ¿Incorpora la supervisión de las CRAs reguladas requisitos que aborden si:

- (a) Las CRAs reguladas adoptan y aplican metodologías y procedimientos por escrito diseñados para garantizar que:
 - (i) Emitan calificaciones crediticias iniciales basadas en un análisis imparcial y exhaustivo de toda la información conocida por la CRA, que sea pertinente para su análisis de acuerdo con la metodología de calificación publicada de la CRA; y,
 - (ii) Excepto en el caso de las calificaciones crediticias que indican claramente que no conllevan una supervisión permanente; actualiza la CRA regulada las calificaciones crediticias a medida que obtiene nueva información, de conformidad con la metodología de calificación publicada de la CRA regulada para un control de las calificaciones crediticias?
- (b) ¿Mantienen las CRAs reguladas registros internos en apoyo de sus calificaciones crediticias?
- (c) ¿Disponen las CRAs reguladas de recursos suficientes para llevar a cabo evaluaciones de crédito de alta calidad?

Requisitos de supervisión: conflictos de intereses

5. ¿Incorpora la supervisión de las CRAs reguladas requisitos que aborden si:
- (a) Las decisiones sobre calificaciones crediticias de las CRAs reguladas son independientes y están libres de presiones políticas o económicas, así como de los conflictos de intereses que surjan debido a la estructura accionarial de la CRA regulada; a sus actividades empresariales o financieras; a la negociación con valores o derivados o a los intereses financieros de los empleados de las CRAs reguladas, (incluida la negociación con valores y derivados por los empleados y sus acuerdos retributivos)?
 - (b) ¿(1) identifican y (2) eliminan o gestionan y, si procede, divulgan las CRAs reguladas cualquier conflicto de intereses, real o potencial, que pueda influir en:
 - (i) Las opiniones y análisis que las CRAs realicen; o
 - (ii) El criterio y los análisis de las personas que trabajen en las CRAs reguladas que tengan una influencia en las decisiones sobre calificaciones crediticias?
 - (c) ¿Revelan las CRAs reguladas los conflictos de intereses, reales y potenciales, que resultan de la naturaleza de los acuerdos retributivos para emitir ratings?

Requisitos de supervisión: transparencia y oportunidad

6. ¿Incorpora la supervisión de las CRAs reguladas requisitos que aborden si:
- (a) Las CRAs reguladas difunden sus calificaciones crediticias de manera oportuna?
 - (b) Las CRAs reguladas revelan las calificaciones crediticias de una manera no selectiva?
 - (c) Las CRAs reguladas publican información suficiente acerca de sus procedimientos, metodologías e hipótesis de manera que partes externas puedan comprender cómo llegó la CRA regulada a obtener un rating, y los atributos y las limitaciones de ese rating?
 - (d) Las CRAs reguladas publican información suficiente acerca del historial de tasas de incumplimiento de pagos de sus calificaciones crediticias, de modo que las partes interesadas puedan entender la evolución histórica de sus calificaciones crediticias?

Requisitos de supervisión: información confidencial

7. ¿Incorpora la supervisión de las CRAs reguladas requisitos que aborden si las CRAs protegen la información confidencial:
- (a) Proporcionada por emisores para que esa información sólo sea utilizada para fines relacionados con sus actividades de calificación; y
 - (b) Con respecto a las medidas pendientes en materia de calificación?

Notas explicativas

Las CRAs presentan considerables diferencias en cuanto a su tamaño, alcance de sus actividades y modelos de negocio. Dependiendo de estos factores, puede que no todos los problemas reguladores estén presentes en cada jurisdicción; al mismo tiempo, a los reguladores debe concedérseles flexibilidad a la hora de evaluar los problemas reguladores que las CRAs plantean en sus propios mercados. Los reguladores también enfocan los problemas reguladores planteados por las CRAs de diferentes formas, enfocando algunos (por ejemplo) la supervisión de las CRAs como un oligopolio natural o de facto, que se regula de una forma similar a una "empresa de suministros públicos", mientras que otros posiblemente hagan hincapié en la creciente competencia en el mercado de las CRAs. Los enfoques elegidos por los reguladores pueden tener un efecto sobre la importancia que den a los diferentes problemas reguladores descritos anteriormente.

Los sistemas jurídicos varían atendiendo a la estructura y las disposiciones específicas en todas las jurisdicciones. Sin embargo, integran en diferente grado medidas de supervisión, inspección y sanción para alcanzar los objetivos de los cuatro principios CRA de IOSCO (la calidad e integridad del proceso de calificación, la gestión de conflictos, la transparencia, y el tratamiento de la información confidencial).

Con respecto a las Cuestiones Clave 4 - 7, pueden existir diferentes maneras de garantizar que estas Cuestiones puedan ser contestadas afirmativamente.¹⁸⁵ Por ejemplo, las CRAs reguladas pueden estar sujetas a: disposiciones regulatorias en el ámbito nacional que establezcan los mismos objetivos, condiciones para ser inscritas o para mantener la inscripción en un registro que promuevan el cumplimiento de los objetivos; requisitos para establecer políticas y procedimientos diseñados para lograr los objetivos; o a los requisitos de divulgación que promuevan el cumplimiento de los objetivos.¹⁸⁶

Con respecto a la Cuestión Clave 1(d), dada la estructura de la industria mundial de las CRAs en el momento de la adopción de esta metodología, habrá jurisdicciones donde las calificaciones crediticias se utilicen con fines reguladores, en caso de que la CRA en cuestión se encuentre situada (físicamente hablando) en una jurisdicción diferente. En tales casos, es posible que tenga que tomarse medidas para reducir el uso de esas calificaciones crediticias con fines reguladores. Cuando el uso de las calificaciones crediticias con fines reguladores no se haya eliminado, el regulador debe ser capaz de demostrar que ha aplicado un criterio razonable para no inscribir ni supervisar la CRA, basado en factores tales como:

- Las actividades de la CRA en la jurisdicción.
- Los acuerdos reguladores en la jurisdicción de origen.

Como alternativa, el regulador podrá imponer, en lugar de un requisito de inscripción, algunos requisitos de supervisión o presentación de informes y llegar a acuerdos para una cooperación en materia de supervisión con el regulador que haya inscrito la CRA.

Con respecto a la Cuestión Clave 4(c), las CRAs reguladas deben disponer de recursos suficientes para determinar las calificaciones crediticias de acuerdo con sus metodologías de calificación publicadas y documentadas, incluyendo personal suficiente para evaluar correctamente las entidades que califiquen; buscar la información que necesiten para llevar a

¹⁸⁵ Las Cuestiones Clave se basan en los principios enunciados en los Principios CRA. En el documento *2011 IOSCO CRA Regulatory Implementation Report* se describe la aplicación realizada en los programas reguladores en varias jurisdicciones diferentes para poner en práctica los Principios CRA de IOSCO.

¹⁸⁶ Véase *2011 IOSCO CRA Regulatory Implementation Report*.

cabo una evaluación; así como analizar toda la información relevante para sus procesos de toma de decisiones.

Con respecto a la Cuestión Clave 6(b), por una divulgación no selectiva de calificaciones crediticias, se entenderá la revelación de aquellas calificaciones crediticias que sean coherentes con el modelo de negocio de la CRA regulada. Por ejemplo, una CRA regulada que actúe conforme a un modelo basado en el pago de abonados a su servicio, puede revelar sus calificaciones crediticias sólo a las personas que paguen para acceder a las calificaciones crediticias.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 4(a), 4(c), 5(c) y 6(a).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 1(c), 4(a), 4(b), 4(c), 5(c), 6(a), 6(b), 6(c), 6(d), 7(a) y 7(b).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las siguientes Cuestiones: 1(a), 1(b), 1(d), 2(a), 2(b), 3(a), 3(b), 5(a) ó 5(b).

Principio 23 Aquellas otras entidades que ofrezcan a los inversionistas servicios analíticos o de evaluación deben ser supervisadas y reguladas de acuerdo con el impacto que sus actividades tengan en el mercado, o con el grado en que el sistema normativo dependa de ellas.

Objetivo

En muchos mercados existen entidades que prestan servicios analíticos o de evaluación, de diversos tipos, a inversionistas, para ayudarles a evaluar la conveniencia de una determinada oportunidad de inversión. Dependiendo del grado en el cual el sistema normativo se base en ellas o del impacto que sus actividades tengan en el mercado, podrá ser necesario que dichas entidades estén sujetas a regulación y supervisión. Uno de los ejemplos de una de estas entidades que presta servicios analíticos o de evaluación, son los analistas de valores “sell-side” (de la vertiente vendedora de productos y servicios financieros); contratados por los departamentos de análisis de empresas de inversión con una gama completa de servicios (como las sociedades de valores y los bancos de inversión), que ofrecen análisis tanto a pequeños inversionistas como a inversionistas institucionales. Estos analistas de valores “sell-side” pueden enfrentarse a conflictos de intereses que pueden poner en peligro su capacidad para ofrecer a los inversionistas opiniones imparciales independientes. Otros tipos de entidades que prestan servicios analíticos, o de evaluación, también pueden plantear riesgos para los usuarios de estos servicios o para la integridad del mercado y, por tanto, pueden justificar una supervisión y regulación. La supervisión y regulación de estas entidades también pueden estar justificadas si el sistema normativo se basa en los servicios que prestan.

Temas Clave

1. Las entidades que prestan servicios analíticos o de evaluación a los inversionistas, tales como los analistas de valores “sell-side”, proporcionan a los inversionistas valiosas claves condensando la gran variedad de información a disposición de los mercados. IOSCO ha reconocido que los analistas de valores “sell-side”, en particular, pueden enfrentarse a conflictos de intereses que pueden poner en riesgo su capacidad para ofrecer a los inversionistas opiniones imparciales independientes. Un análisis parcial puede perjudicar a los inversionistas y debilitar la justicia, eficiencia y transparencia de los mercados. Debido a los temores a que los conflictos de intereses de los analistas de valores “sell-side” planteen problemas para la protección de los inversionistas y la integridad del mercado, IOSCO ha elaborado unos principios relativos a los conflictos de intereses de los analistas de valores “sell-side”.¹⁸⁷
2. Entre las principales preocupaciones de índole regulatoria sobre los analistas de valores “sell-side” figura la oportunidad para el fraude y el engaño, pero también los riesgos que los conflictos de intereses ocultos plantean a los inversionistas.

¹⁸⁷ Véase *IOSCO Statement of Principles for Addressing Sell-Side Analyst Conflicts of Interest*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD150.pdf>.

3. Los temas principales que el regulador debe tener en cuenta a la hora de determinar si las entidades que prestan servicios analíticos o de evaluación deben estar sujetas a supervisión y regulación son los siguientes:
 - (a) El tipo de servicios analíticos o de evaluación que estas entidades prestan.
 - (b) El impacto de sus servicios en un mercado determinado por lo que se refiere, en particular, a los riesgos potenciales que sus actividades representan para los usuarios de estos servicios o para la integridad del mercado, en particular en lo que respecta a los posibles conflictos, o a la integridad del servicio;
 - (c) Si se confía en los servicios ofrecidos por estas entidades con fines reguladores y, en caso afirmativo, en qué grado; y,
 - (d) En caso de que el regulador determine que los servicios prestados por un tipo de entidad tiene suficiente impacto en el mercado como para justificar la supervisión; si es necesaria, y en qué medida, la regulación o supervisión para ayudar a hacer frente a los riesgos identificados.

Cuestiones Clave

1. ¿Estudiará periódicamente el regulador si los distintos tipos de entidades que prestan servicios analíticos o de evaluación, justifican una regulación y supervisión, debido al impacto de sus actividades en el mercado o al grado en que el sistema normativo confía en ellas?
2. En caso de que el regulador identifique la necesidad de regulación y supervisión, ¿es la regulación y supervisión puesta en práctica acorde con los riesgos que plantean estos tipos de entidades?
3. Con respecto a los analistas de valores “sell-side”:
 - (a) ¿Contiene la regulación disposiciones dirigidas a eliminar, evitar, gestionar o revelar los conflictos de intereses que puedan derivarse de:
 - (i) Las actividades de negociación o los intereses financieros de los analistas?
 - (ii) Las actividades de negociación o los intereses financieros de las entidades que los contraten?
 - (iii) Las relaciones empresariales de las entidades que los contraten?
 - (iv) Las líneas de comunicación jerárquica para los analistas y sus acuerdos retributivos?
 - (b) ¿Contiene la regulación una disposición dirigida a los sistemas de cumplimiento normativo de una entidad y a la responsabilidad de su alta dirección:
 - (i) Que exija procedimientos o controles internos por escrito, a fin de identificar y eliminar, gestionar o revelar los conflictos de intereses, reales y potenciales, de los analistas?

- (ii) Que exija procedimientos para eliminar o gestionar la influencia indebida de emisores, inversionistas institucionales y otras partes externas sobre los analistas?
 - (iii) Que exija la revelación completa, oportuna, clara, concisa y destacada de los conflictos de intereses, reales y potenciales?
- (c) ¿Contiene la regulación disposiciones encaminadas a la integridad y al comportamiento ético, como exigir que los analistas y/o las empresas que los contraten actúen de una manera honrada e imparcial con los clientes?¹⁸⁸

Notas explicativas

Las entidades que podrían estar cubiertas por este Principio pueden ser bastante amplias. Las jurisdicciones variarán considerablemente en sus evaluaciones de los riesgos que representen los distintos tipos de entidades que presten servicios analíticos o de evaluación, e incluso en la determinación de qué tipo de entidad entraría dentro del ámbito de aplicación de este Principio. Por otra parte, dependiendo de la legislación de la jurisdicción, algunas entidades que prestan servicios analíticos, o de evaluación, puede que estén reguladas por órganos distintos del regulador de valores. Del mismo modo, algunas jurisdicciones pueden limitar la autoridad del Gobierno para regular ciertos tipos de entidades que prestan servicios analíticos o de evaluación si los servicios que prestan se consideran especialmente críticos (posiblemente mediante leyes contra el fraude en lugar de la regulación utilizada para proteger contra conflictos de intereses o engaños colosales).¹⁸⁹ Estas diferencias de enfoque a la hora de regular tales entidades deben considerarse aceptables.

Con respecto a las Cuestiones Clave 1 y 2, hasta la fecha, las únicas entidades que ofrecen a los inversionistas servicios analíticos o de evaluación identificadas por el Comité Técnico de IOSCO, y para las que ha elaborado principios o normas, son los analistas de valores “sell-side”.

Existe una sobreposición entre el Principio 23 y tanto el Principio 7 (Perímetro de regulación) como el Principio 8 (Conflictos de intereses). El Principio 23 puede ser considerado un subconjunto tanto del Principio 7 como del Principio 8, en la medida en que los conflictos de intereses, y otras prácticas potencialmente problemáticas de los proveedores de servicios de información, puedan plantear riesgos específicos para la protección de los inversionistas y la integridad del mercado. Por tanto, es posible que un regulador aborde el Principio 23 a través de su examen general del perímetro de regulación, así como de los conflictos de interés en el mercado.

También existe una sobreposición entre el Principio 23 y el Principio 7, en la medida en que el regulador no tiene la autoridad legal para regular un proveedor de servicios de información que identifique como generador de un riesgo significativo para la integridad del mercado. En tales casos, el Principio 7 es más aplicable, en tanto que el regulador identifique el riesgo y se pida a la autoridad legislativa que le dé respuesta.

Referencia

Completamente Implementado

¹⁸⁸ Los evaluadores deben reconocer que los problemas relacionados con la ética y la integridad pueden ser abordados por una variedad de mecanismos, incluyendo requisitos "adecuados y apropiados", la inhabilitación legal, los códigos de conducta sectoriales y de SROs, etc.

¹⁸⁹ Por ejemplo, la legislación protectora de la libertad de prensa o de la libertad de expresión puede limitar el grado en que algunas entidades estén reguladas en algunas jurisdicciones.

PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS AUDITORES DE CUENTAS, LAS AGENCIAS DE CALIFICACIÓN CREDITICIA Y OTROS PROVEEDORES DE SERVICIOS DE INFORMACIÓN

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 3(c).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 3(b)(iii) y 3(c).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2 (cuando proceda, debido a los resultados del examen indicado en las Cuestión 1 y 3(a), 3(b)(i) y 3(b)(ii).

G. PRINCIPIOS RELATIVOS A LAS INSTITUCIONES DE INVERSIÓN COLECTIVA Y A LOS *HEDGE FUNDS* (FONDOS ALTERNATIVOS O DE COBERTURA)

1. Preámbulo

Principios 24 a 27 relativos a Instituciones de Inversión Colectiva

La forma jurídica adoptada por las Instituciones de Inversión Colectiva (IIC) varía de una jurisdicción a otra, pero en todas las jurisdicciones desempeñan un importante papel, canalizando los recursos a los mercados de valores y ofreciendo a los inversionistas un medio para lograr diversificar la exposición a las oportunidades de inversión. Se requiere cada vez una regulación más pertinente, en la medida en que los inversionistas inviertan su dinero en IIC.

Una correcta regulación de las IIC es fundamental para los objetivos de protección de los inversionistas, así como de preservación de la confianza en el mercado.

Las IIC, al igual que otros vehículos de inversión, están sujetas a requisitos de divulgación de información.¹⁹⁰ Sin embargo, los inversionistas en IICs dependen de las sociedades gestoras de IIC para que gestionen la IIC, y su cartera de inversiones, así como para que actúen en defensa de sus mejores intereses. Las IIC se comercializan ampliamente entre pequeños inversionistas, que pueden depositar una mayor confianza en las sociedades gestoras de las IIC y, por tanto, pueden ser vulnerables a conductas indebidas por parte de esas sociedades gestoras. La regulación debe promover y asegurar un alto grado de cumplimiento normativo por las entidades que participen en las actividades de las IIC.

La regulación de las IIC debe abarcar:

- La admisibilidad, el buen gobierno, la organización y la conducta operativa de la sociedad gestora de la IIC;
- El cumplimiento de lo dispuesto en el folleto y demás documentos de constitución.
- La correcta custodia de los fondos de los inversionistas y de los activos de la IIC,

pero no el acierto de las decisiones de inversión (cuando éstas se ajusten a lo dispuesto en los documentos de constitución).

La supervisión debe tratar de garantizar que los activos de una IIC sean gestionados en defensa de los mejores intereses de sus inversionistas, y de acuerdo con los objetivos de la IIC, y con la regulación a la que está sujeta. Esto incluirá:

- Asegurar el fomento de unos altos niveles de competencia, integridad y justicia operativa.
- Que los activos se mantengan bajo custodia por cuenta de los inversionistas; y

¹⁹⁰ Principios 16 a 18 y Principio 26; *Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of Answers to Questionnaire*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD157.pdf>; *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, Octubre de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD158.pdf>.

- Tener establecidos mecanismos para confirmar que las inversiones de la IIC se valoren adecuadamente.

La supervisión de la sociedad gestora de una IIC incluye, en este sentido, la supervisión de acuerdos para garantizar que los inversionistas estén expuestos a un nivel de riesgo que sea coherente con los objetivos de la IIC, así como para asegurar el mantenimiento de cualquier nivel mínimo regulador de diversificación.¹⁹¹

Principio 28 relativo a los hedge funds

Históricamente, IOSCO no ha incluido los *hedge funds* (fondos alternativos o de cobertura) en la definición de IIC.¹⁹² Este enfoque reconoce las distintas formas en que los Miembros de IOSCO regulan los *hedge funds*, y que tradicionalmente los *hedge funds* se han ofrecido a inversionistas institucionales o a otros inversionistas sofisticados. Algunos Miembros de IOSCO regulan los *hedge funds* como IIC y, por tanto, aplican algunos o todos los Principios IIC en el ámbito de los *hedge funds*, mientras que otros no. Por tanto, el Principio 28 se refiere por separado a los *hedge funds*.

Los *hedge funds* juegan un papel importante en los mercados mundiales de capitales. Pueden proporcionar eficiencia de precios y distribución del riesgo, pueden contribuir a una mayor integración mundial de los mercados financieros y pueden ofrecer ventajas de diversificación. Son una fuente de cambio e innovación continuos de productos, mejorando potencialmente la liquidez y la resistencia de los sistemas financieros mundiales.¹⁹³

No obstante, los *hedge funds* pueden plantear una serie de riesgos para la integridad del mercado, la protección de los inversionistas y la estabilidad financiera. Ello puede ser el resultado de diferentes factores, entre ellos, la falta de transparencia sobre el fondo, su estrategia y su asignación de activos; los conflictos de intereses entre los gestores de fondos y otros participantes en los mercados¹⁹⁴ y las dificultades para valorar los complejos instrumentos financieros utilizados o mantenidos por los *hedge funds*.

Los posibles riesgos que los *hedge funds* plantean, se multiplican cuando los mercados financieros padecen tensiones o inestabilidad. Los *hedge funds* pueden utilizar apalancamiento financiero y, si surge algún problema, la concentración de la liquidación de sus posiciones podría causar grandes trastornos y una posible fijación desordenada de los precios en los mercados. Las quiebras de los *hedge funds* pueden tener un efecto dominó en el conjunto del mercado, a través de los bancos o brokers principales, que utilizan como contrapartes. Pueden aumentar los riesgos sistémicos, y afectan directamente a la economía real, a través de las perturbaciones en los servicios de pagos y compensación.

¹⁹¹ *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>.

¹⁹² Véase, p. ej., *The Regulatory Environment for Hedge Funds – a Survey and Comparison* (compara los *hedge funds* con "otros tipos de fondos, como las instituciones de inversión colectiva"), Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2006, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD226.pdf>.

¹⁹³ Consúltase *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>; *Hedge Funds Oversight*, Informe de Consulta, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD288.pdf>; *Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>.

¹⁹⁴ Consúltase *Hedge Funds Oversight*, Informe de Consulta, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD288.pdf>.

Los posibles riesgos planteados por los *hedge funds* deben ser atenuados mediante una adecuada supervisión de los *hedge funds* y/o de los gestores/asesores de *hedge funds*. La supervisión regulatoria debe estar más centrada en los gestores de los *hedge funds* con importancia sistémica y/o un mayor riesgo de una manera basada en el riesgo.

2. *Ámbito de aplicación*

Teniendo en cuenta los diferentes enfoques que se mencionan en el Preámbulo anterior, IOSCO ha establecido unos principios separados para la evaluación de la regulación de las IIC y de la regulación de los *hedge funds* y/o de los gestores/asesores de *hedge funds*.

Principios 24 a 2,7 relativos a las Instituciones de Inversión Colectiva

El Principio 24 exige que la regulación establezca normas para quienes se dediquen a gestionar una IIC y a comercializar participaciones en IIC; el Principio 25 trata principalmente de la protección de los activos de los clientes; el Principio 26 aborda los requisitos de divulgación concentrada de información de las IIC; y el Principio 27 se ocupa de las cuestiones de la valoración de los activos y de la fijación de precios y del reembolso de participaciones/acciones de IIC.

Los Principios 24 a 27 están interrelacionados y se complementan entre sí y deben aplicarse adecuadamente para tratar de garantizar una correcta protección de los inversionistas. Además, la evaluación con arreglo al Principio 26, que trata de la divulgación de información, debe ser coherente y/o comparada con la evaluación de las obligaciones de divulgación de información establecidas en los Principios relativos a emisores.¹⁹⁵

La expresión "gestora de la IIC" pretende referirse a la persona jurídica que ostenta la responsabilidad general de la gestión, y del ejercicio de las funciones de la IIC, lo que puede incluir la gestión de la cartera de activos de la IIC y los servicios operativos.¹⁹⁶

El término "IIC" incluye los fondos de tipo abierto (patrimonio/capital variable), que reembolsarán sus participaciones o acciones (ya sea de forma continua o periódica). También incluye los fondos de tipo cerrado (patrimonio/capital fijo), cuyas acciones o participaciones se negocian en mercados organizados o regulados. Las normas por las que se rige la forma jurídica y la estructura de la IIC varían de una a otra jurisdicción.

En algunas jurisdicciones, los fondos de tipo cerrado no están sujetos a requisitos de licencia o supervisión especiales y, en su lugar, están regulados de acuerdo con lo dispuesto en las normas de admisión a cotización de la bolsa de que se trate. Si este es el caso de la jurisdicción evaluada, debe señalarse debidamente la situación y debe realizarse una explicación y una evaluación detalladas de las normas de admisión a cotización aplicables, teniendo en cuenta los objetivos de protección de los inversionistas de los Temas Clave incluidas en esta sección.

En muchas jurisdicciones, los requisitos relativos a IIC varían en función de si la IIC se ofrece al público. De hecho, en la mayor parte de las jurisdicciones suele reducirse la supervisión regulatoria en relación con las colocaciones privadas. La definición de lo que significa una oferta al público varía. El evaluador no debe sustituirla por lo que él considere que es una oferta pública; debe indicar en su lugar: qué ofertas están incluidas y sujetas a toda la colección de requisitos; y en qué medida su supervisión regulatoria es diferente de la de las colocaciones privadas o las ofertas no dirigidas a pequeños inversionistas. El evaluador debe explicar las

¹⁹⁵ Principios 16 a 18.

¹⁹⁶ Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, "Glosario", disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

diferencias de tratamiento y evaluar las consecuencias desde la óptica de un inversionista, al ser la protección de los inversionistas el principal objetivo de los Principios IIC.

En su caso, el evaluador debe hacer alusión a la evaluación del Principio 7.

Un creciente número de IIC se comercializa traspasando las fronteras jurisdiccionales. También es común que los promotores, gestoras y depositarios de IIC se encuentren en varias jurisdicciones diferentes, y no en la misma jurisdicción que los inversionistas a quienes vaya dirigida la IIC. Por tanto, debe prestarse especial atención a la posible necesidad de la cooperación internacional y a la interrelación con los principios 13, 14 y 15 relativos a la cooperación.

El evaluador debe determinar el tipo y la complejidad de la IIC en la jurisdicción, el número de IIC que existen, los activos bajo gestión, los tipos de inversiones autorizadas y el nivel de apalancamiento financiero para calcular el grado de desafío en términos reguladores. Es posible que alguna jurisdicción en particular no tenga su propio marco para el establecimiento de una IIC. Si una jurisdicción carece de su propio marco normativo de las IIC, es posible que no quiera admitir ofertas que no cumplan los requisitos básicos en materia de forma jurídica recogidos en estos Principios. No obstante, en la medida en que puedan ofrecerse IIC establecidas con arreglo a la legislación de otras jurisdicciones, el evaluador debe considerar si:

- La entidad encargada de la comercialización debe ser autorizada, reconocida o declarada apta de otro modo (Principio 24);
- Existen requisitos acerca de la oferta pública de los productos de la IIC (Principios 24, 26 y 27);
- Hay suficiente intercambio de información entre las jurisdicciones de establecimiento y la jurisdicción que se esté evaluando.

Cuanto mayor sea el nivel de la actividad de la IIC en una determinada jurisdicción, más probable será que el principio (Principios 24 a 27) reciba una calificación *No Implementado* en lugar de *No Aplicable* en caso de que no se apliquen requisitos a la actividad transfronteriza.

La legislación y la regulación de los mercados de valores no pueden existir de manera aislada de las demás leyes de una jurisdicción. En el Apéndice 1 se exponen cuestiones de especial importancia para el marco jurídico en general. Para determinar si los Principios 24, 25, 26 y 27 se aplican de manera tal que se logren sus objetivos, es necesario considerar, por tanto, el marco jurídico de la jurisdicción en la materia y, en particular, las disposiciones legales y reglamentarias en materia concursal (que tienen un impacto en el tratamiento de las IIC que hayan suspendido pagos), así como las disposiciones legales y reglamentarias sobre los mecanismos de solución de diferencias u otros recursos (que tienen un impacto en la capacidad de los inversionistas para solicitar una reparación o indemnización).

Principio 28 relativo a los hedge funds

El Principio 28 es el único principio de esta sección aplicable a la evaluación de la regulación de los *hedge funds*. IOSCO reconoce que no hay una definición uniforme o pactada del término "*hedge fund*". En un trabajo de IOSCO anterior se reconocía que uno de los enfoques para la identificación de estos tipos de entidades consiste en analizar las clases de características de las instituciones que se consideran a sí mismas *hedge funds* y las estrategias empleadas por esas instituciones. Sobre esta base, IOSCO ha considerado "*hedge funds*" a las

instituciones de inversión que muestran una combinación de algunas de las siguientes características:

- No se aplican restricciones sobre endeudamiento y apalancamiento financiero, que normalmente están incluidas en el reglamento de las instituciones de inversión colectiva, y muchos (pero no todos) los *hedge funds* utilizan altos niveles de apalancamiento financiero.
- Se pagan altas comisiones sobre resultados (a menudo en forma de un porcentaje de los beneficios) a la gestora, además de una comisión anual de gestión;
- Normalmente se permite a los inversionistas reembolsar su inversión periódicamente, p. ej., trimestral, semestral o anualmente.
- La gestora invierte a menudo una cantidad elevada de fondos "propios";
- Los derivados pueden ser utilizados, a menudo con fines especulativos, y existe la capacidad de vender valores en corto (en descubierto); y
- Conllevan riesgos más diversos o productos subyacentes complejos.¹⁹⁷

Los *hedge funds* se han ofrecido tradicionalmente a inversionistas distintos de los pequeños inversionistas, aunque en algunas jurisdicciones se les ofrece a pequeños inversionistas.

A pesar de las características generales descritas anteriormente, es difícil dar una definición universal de los *hedge funds*, teniendo en cuenta sus diferentes estructuras legales y de negocio —no sólo entre las diferentes jurisdicciones, sino incluso dentro de una misma jurisdicción. Por tanto, la aplicación del Principio 28 puede variar dependiendo de la forma en que cada jurisdicción defina y regule los *hedge funds*.

¹⁹⁷ Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>; *The Regulatory Environment For Hedge Funds, A Survey And Comparison*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2006, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD226.pdf>; *Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds-of) Hedge Funds*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD142.pdf>.

3. Principios 24 a 28

Principio 24 El sistema normativo debe establecer normas para la admisibilidad, la gobernanza, la organización y el comportamiento operativo de quienes deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.

El objetivo clave es la protección de los inversionistas. Las gestoras de IIC y las IIC deben cumplir unas normas claramente definidas según lo establecido por el sistema normativo, tanto para su aprobación inicial como para su actividad continuada.¹⁹⁸

Las normas de admisibilidad, y las condiciones operativas para ejercer de gestoras de IIC, deben tratar de garantizar que aquellos que gestionen o comercialicen IIC estén autorizados para hacerlo. Esto incluye las normas establecidas por el sistema normativo en materia de honestidad e integridad de la gestora de la IIC, así como contar con la experiencia y la competencia para gestionar una IIC o para asesorar sobre la conveniencia de una IIC. Estas normas también deben abarcar el buen gobierno de IIC y la organización interna de las gestoras de IIC, como tener procedimientos contables, un adecuado marco de gestión de riesgos y tener establecidos recursos y procesos con el fin de garantizar el cumplimiento normativo permanente.¹⁹⁹ Debe haber mecanismos eficaces para evaluar el cumplimiento de estas normas, así como de las políticas y los procedimientos que haya establecido la gestora de la IIC.²⁰⁰

El buen gobierno de IIC debe prever un marco que trate de garantizar que una IIC esté organizada y gestionada en defensa de los intereses de los inversionistas en la IIC; y que, si se produjera un conflicto entre los intereses de los inversionistas en la IIC, y los de las personas vinculadas a la IIC, no prevalezcan los intereses de las personas vinculadas. Para garantizar que las gestoras de IIC no incumplen sus obligaciones, es fundamental que su organización y

¹⁹⁸ Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

¹⁹⁹ Id. Consúltese *Investment Management: Areas of Regulatory Concern and Risk Assessment Methods*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD136.pdf>. Respecto a los factores pertinentes para la honestidad e integridad de la gestora, consúltese *Investment Management Risk Assessment: Management Culture and Effectiveness*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD137.pdf>; e *Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practices*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>. Véase *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD158.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>; *Anti-Money Laundering Guidance for Collective Investment Schemes*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD205.pdf>.

²⁰⁰ Aunque una gestora de IIC debe cumplir los criterios de admisibilidad desde el comienzo de sus actividades, el regulador puede adoptar diversos enfoques sobre el momento de evaluar el cumplimiento de esas normas, siempre que los mecanismos existentes sean eficaces en términos de protección de los inversores. Véanse también las Notas explicativas.

actividad estén sujetas a una revisión, al menos anual, por parte de un auditor de cuentas independiente y/o a una revisión y supervisión continuas por un tercero independiente.

La identificación, el control y la gestión adecuados de los riesgos y de las políticas y procedimientos de cumplimiento normativo o de control interno por las gestoras de IIC deben ser garantizados y deben ser adecuados y proporcionales al tamaño, la complejidad y el perfil de riesgo de las IIC.

Para facilitar la supervisión y promover el cumplimiento normativo, también deben existir unas claras responsabilidades de mantenimiento de registros de las actividades de la IIC.

La gestión de una IIC plantea la posibilidad de conflicto entre los intereses de los inversionistas en la IIC, así como los de las gestoras de la IIC o sus asociados. El sistema normativo debe tratar de garantizar que las gestoras de IIC identifiquen los posibles conflictos de intereses y gestionen adecuadamente los conflictos que, de hecho, surgen adoptando medidas correctoras (incluso, cuando proceda, mediante su revelación).

En todos los casos, las gestoras de IIC deben actuar en defensa de los mejores intereses de los inversionistas en IIC y de conformidad con el principio del trato justo de los inversionistas. Por lo general, ello requerirá una regulación que abarque, además de las cuestiones antes mencionadas (el buen gobierno de las IIC, la organización interna, los procedimientos de contabilidad, el mantenimiento de registros y la gestión de riesgos); temas como la debida diligencia en la selección de las inversiones de las IIC, así como el ejercicio de sus actividades, incluyendo la ejecución de operaciones con el máximo celo profesional, la negociación adecuada y la asignación oportuna de las operaciones, las comisiones y honorarios, las operaciones con partes relacionadas y los acuerdos de suscripción.²⁰¹

Muchas gestoras de IIC delegan algunas responsabilidades operativas de las IIC en terceros. No debe permitirse, de ninguna manera, el uso de delegados para disminuir la eficacia de la supervisión y regulación primarias de una IIC. Un delegado debe cumplir todos los requisitos regulatorios aplicables a la conducta de las actividades empresariales del mandante. Una gestora de IIC debe seguir siendo responsable del cumplimiento normativo del delegado.²⁰²

El sistema normativo debe exigir una supervisión durante toda la existencia de una determinada IIC. La supervisión de la gestora de una IIC debe promover unos altos niveles de

²⁰¹ Consúltese *Conflicts of Interests of CIS Operators*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2000, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf>; *Best Practice Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>; *Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf>. Para un debate sobre honorarios y comisiones, consúltese *Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of Answers to Questionnaire*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD157.pdf>; *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>. En relación con las comisiones en especie a cambio de negocio, véase *Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>.

²⁰² Consúltese *Delegation of Functions*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, diciembre de 2000, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD113.pdf>.

competencia, integridad y protección de los inversionistas²⁰³. Deben existir unas claras facultades con respecto a:

- La inscripción/autorización de una IIC.²⁰⁴
- Las inspecciones que se llevarán a cabo con el fin de garantizar el cumplimiento normativo por parte de las gestoras de IIC.
- Las investigaciones de presuntas infracciones;
- Las medidas correctoras que se adoptarán en caso de infracción o incumplimiento; y
- La cooperación con los reguladores extranjeros a los efectos de la inscripción/autorización de una IIC, supervisión y exigencia de la supervisión, inspección y sanción.

Estas facultades deben ser suficientes para permitir actuar respecto a todas las entidades supervisadas con responsabilidades en virtud de la IIC.²⁰⁵

Temas Clave

Criterios de admisibilidad

1. El sistema normativo debe exigir a las gestoras de IIC y a las IIC que cumplan unos criterios claros para su aprobación inicial y para continuar con su actividad.²⁰⁶ Los criterios de admisibilidad²⁰⁷ para ejercer de gestora de una IIC, tal como se expone en el sistema normativo; deben incluir requisitos sobre la organización interna de la gestora de IIC, incluyendo mecanismos de gestión del riesgo, controles internos y procedimientos de contabilidad, y el buen gobierno de la IIC. Debe haber mecanismos eficaces para evaluar el cumplimiento, por parte de la gestora de IIC, de los criterios de admisibilidad, así como de las políticas y procedimientos que haya establecido.

²⁰³ Véase *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²⁰⁴ La inscripción o autorización de IIC puede adoptar la forma de presentación de documentos, inscripción de la IIC en un registro, o la aprobación de las partes intervinientes en la IIC (como la gestora y el depositario), tal como proceda según el sistema normativo general. Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²⁰⁵ Consúltese *An Examination of the Regulatory Issues arising from CIS Mergers*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD179.pdf>.

²⁰⁶ Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>: las gestoras e IIC deben cumplir unas normas claramente definidas como las establecidas por el regulador para la aprobación inicial y continuación de la actividad.

²⁰⁷ El término "admisibilidad" pretende incluir la autorización, la concesión de licencia, la inscripción en un registro y otras condiciones previas para gestionar o comercializar una IIC: véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>. La gestora de IIC debe cumplir los criterios de admisibilidad desde el comienzo de sus actividades (independientemente de si la comercialización de la IIC se realiza de una manera activa o pasiva, o mediante una colocación privada), aunque pueden adoptarse distintos enfoques en cuanto a cuándo evalúa el regulador el cumplimiento de estos criterios.

2. El regulador debe tener una responsabilidad y unas facultades claras con respecto a la autorización/inscripción de IIC.²⁰⁸ La autorización/inscripción de IIC debe tener en cuenta la posible necesidad de una cooperación internacional.

Supervisión y vigilancia continúa

3. Deben llevarse registros de la actividad y la organización interna de la gestora de la IIC. Los registros deben ser puestos a disposición del regulador en cuanto lo pida.
4. El regulador debe aplicar una adecuada supervisión durante toda la existencia de una determinada IIC. La supervisión debe promover altos niveles de competencia, integridad y protección de los inversionistas.
5. Debe haber claras facultades para permitir actuar respecto a todas las entidades supervisadas con responsabilidades en virtud de la IIC y para compartir información con los reguladores de valores extranjeros en materia tanto de supervisión como de exigencia de la supervisión, inspección y sanción.

Conflictos de intereses y conducta operativa

6. El sistema normativo debe establecer las normas de conducta que las gestoras de IIC deberán cumplir permanentemente, incluyendo la diligencia debida en la selección de inversiones de las IIC.²⁰⁹ Las gestoras de IIC deben actuar en defensa de los mejores intereses de los inversionistas en las IIC, y de conformidad con el principio del trato justo de los inversionistas.²¹⁰
7. El sistema normativo debe tratar de garantizar que se reduzca al mínimo el riesgo de que surjan conflictos de intereses, así como que los conflictos que surjan sean debidamente detectados y gestionados tomando las medidas oportunas, incluyendo, en su caso, su revelación.

Delegación

8. No debe permitirse, de ninguna manera, el uso de delegados para disminuir la eficacia de la supervisión y regulación primarias de una IIC. La gestora de la IIC sigue siendo responsable de las funciones que delega. No debe permitirse a la gestora de IIC que delegue sus funciones en tan amplia medida como para convertirse en un mero buzón.²¹¹

²⁰⁸ Incluye la gestora y/o el paquete de activos. Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²⁰⁹ Una gestora debe actuar con la debida competencia, atención y diligencia; también tiene la obligación de tomar decisiones en cuanto a la estructura de la cartera de inversiones y a los procedimientos administrativos de la IIC para cumplir sus objetivos: *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²¹⁰ Véase *Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2007, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>; *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²¹¹ Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

9. Un delegado debe responder directamente o a través del mandante del cumplimiento de todos los requisitos regulatorios aplicables al ejercicio de las actividades empresariales del mandante.²¹²

Cuestiones Clave

Criterios de admisibilidad

1. ¿Establece el sistema normativo normas para la admisibilidad de las personas que deseen:
 - (a) Comercializar una IIC?²¹³
 - (b) Gestionar una IIC?²¹⁴
2. ¿Incluyen los criterios de admisibilidad para una gestora de IIC²¹⁵, lo siguiente:²¹⁶
 - (a) La honestidad e integridad de la gestora?
 - (b) Disponer de medios tanto humanos como técnicos pertinentes y suficientes para garantizar que sean capaces de llevar a cabo las funciones necesarias de la gestora de IIC?²¹⁷
 - (c) La capacidad financiera de la IIC o de la gestora de IIC que permitiría el lanzamiento y funcionamiento de la IIC en unas condiciones adecuadas?
 - (d) La capacidad para desempeñar facultades y obligaciones concretas?²¹⁸
 - (e) Disponer de o emplear la oportuna identificación, seguimiento y gestión de riesgos basándose, entre otras cosas, en el tamaño, la complejidad y el perfil de riesgo de la IIC?²¹⁹

²¹² Véase *Delegation of Functions*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, diciembre de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD113.pdf>.

²¹³ Con respecto a los intermediarios de mercado que participen en la comercialización o gestión de una IIC, como agencias de valores, sociedades de valores y asesores de inversiones, véanse también los Principios 29 a 32, relativos a los intermediarios de mercado, con respecto a los enfoques de regulación de dichos intermediarios. Para un debate sobre la comercialización de una IIC, consúltese *Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practices*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>.

²¹⁴ Para un debate sobre el funcionamiento de una IIC, consúltese *Best Practices Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2005, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>.

²¹⁵ Incluye la gestora y/o el paquete de activos. La Cuestión Clave 2 se refiere a los criterios de admisibilidad que debe cumplir una gestora de IIC desde el comienzo de sus actividades, mientras que la Cuestión Clave 3 se refiere a la evaluación del cumplimiento de dichos criterios por el regulador.

²¹⁶ Pueden adoptarse diversos enfoques reguladores sobre cuándo evaluar el cumplimiento de los criterios de admisibilidad.

²¹⁷ Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²¹⁸ Una gestora de IIC tiene la obligación de tomar decisiones en cuanto a la estructura de la cartera de inversiones, como a los procedimientos administrativos de la IIC para cumplir sus objetivos. La gestora de IIC no debe excederse de las atribuciones que le confieren los documentos de constitución o los datos de la IIC: véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

- (f) Tener controles internos y acuerdos de cumplimiento normativo suficientes para garantizar que pueda ejercer su actividad con diligencia, eficacia, honestidad y justicia?²²⁰
3. ¿Prevé el sistema normativo mecanismos eficaces para evaluar el cumplimiento de los criterios mencionados en las Cuestiones 2(a) a 2(f)?²²¹
4. ¿Establece el sistema normativo normas para el buen gobierno de la IIC²²², tratando de garantizar que las IIC se organicen y gestionen, velando por los intereses de los inversionistas en IIC en lugar de por los intereses de personas vinculadas de la IIC?
5. ¿Tiene en cuenta la autorización/inscripción de IIC la posible necesidad de una cooperación internacional en el caso de las IIC comercializadas en varias jurisdicciones; o cuando los promotores, gestoras o depositarios estén situados en varias jurisdicciones diferentes?

Supervisión y vigilancia continua

6. ¿Es responsable el regulador de vigilar el cumplimiento continuo de las normas aplicables a las IIC y a las gestoras de IIC? En particular, ¿tiene el regulador claras responsabilidades y facultades respecto a:
- (a) La inscripción o la autorización de una IIC?²²³
- (b) Las inspecciones para garantizar el cumplimiento normativo por las gestoras de IIC?
- (c) La investigación de presuntas infracciones?
- (d) Las medidas correctoras en caso de infracción o incumplimiento?
7. ¿Conlleva la vigilancia permanente un examen de los informes presentados al regulador con respecto a IIC y a las entidades que participan en la gestión de una IIC

²¹⁹ Consúltense *Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practices*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>; *Investment Management: Areas of Regulatory Concern and Risk Assessment Methods*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD136.pdf>; *Investment Management: Management Culture and Effectiveness* Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD137.pdf>; *Risk Management and Control Guidance for Securities Firms and their Supervisors*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 1998, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD78.pdf>.

²²⁰ Véanse *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²²¹ Puede haber diferentes enfoques en lo que se refiere a cuándo evalúa un regulador el cumplimiento de los criterios de admisibilidad: véanse las Notas explicativas.

²²² Consúltense los Informes del Comité Técnico de IOSCO *Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part I and Part II*, de junio de 2006 y febrero de 2007, respectivamente, disponibles en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD219.pdf> (junio de 2006) y (<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD236.pdf> (febrero de 2007)).

²²³ Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>. En lo que respecta a las fusiones de IIC, consúltense *An Examination of Regulatory Issues arising from CIS Mergers*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD179.pdf>.

- (gestoras de IIC, depositarios, etc.) de forma rutinaria o sobre la base de una evaluación del riesgo?²²⁴
8. ¿Conlleva la vigilancia permanente la realización, en su caso, de inspecciones en las oficinas de las entidades que participan en la gestión de una IIC (gestoras de IIC, depositarios, etc.)?²²⁵
 9. ¿Realizan los reguladores, por propia iniciativa, actividades de investigación²²⁶, para identificar presuntas infracciones con respecto a las entidades que participan en la gestión de una IIC?
 10. ¿Está sujeta la gestora de una EC a una obligación general y continua de informar al regulador, o a los inversionistas, antes o bien después del hecho, de cualquier información relativa a: cambios significativos en su gestión u organización, o en los Estatutos de la IIC o de la gestora de IIC?
 11. ¿Asigna el sistema normativo responsabilidades claras para el mantenimiento de registros sobre la organización y la actividad de la gestora de IIC? ¿Prevé el sistema normativo el mantenimiento de libros y registros en relación con las operaciones que afecten a los activos de la IIC y con todas las operaciones con acciones o participaciones de la IIC?

Conflictos de intereses y conducta operativa

12. ¿Existen disposiciones:
 - (a) Que prohíban, restrinjan o gestionen (incluido, en su caso, mediante su divulgación), ciertas conductas que puedan dar lugar a conflictos de intereses entre una IIC y sus gestoras o sus asociados o partes vinculadas?
 - (b) Que exijan a una gestora de IIC que trate de minimizar los posibles conflictos de intereses, y que garantice que los conflictos que efectivamente surjan sean identificados y correctamente gestionados adoptando las medidas oportunas (incluso, cuando proceda, mediante su divulgación) de modo que los intereses de los inversionistas no resulten perjudicados?²²⁷
13.
 - (a) ¿Exige el sistema normativo que la gestora de IIC cumpla las normas de conducta operativa?

²²⁴ Por ejemplo, los resultados financieros.

²²⁵ El regulador podrá adoptar un enfoque basado en el riesgo en la realización de las inspecciones para garantizar el cumplimiento normativo por las gestoras de IIC.

²²⁶ Esto significa actividades no provocadas por una queja, como inspecciones, auditorías o vigilancia basadas en el riesgo o periódicas.

²²⁷ Consúltese *Examination of Governance for Collective Investment Schemes, Part I*. Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2006, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD219.pdf>; *Best Practices Standards on Anti-Market Timing and Associated Issues*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2005, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>; *Conflicts of Interests of CIS Operators*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD108.pdf>.

- (b) En particular, ¿se exige a la gestora de IIC actuar defendiendo el mejor interés de los inversionistas y de conformidad con el principio del trato justo?²²⁸
14. ¿Aborda el sistema normativo cuestiones regulatorias relacionadas con:
- (a) La ejecución en las mejores condiciones posibles para el cliente?
 - (b) La negociación adecuada y la asignación oportuna de las operaciones?
 - (c) *El churning* (generación artificial de comisiones multiplicando innecesariamente las operaciones)?
 - (d) Las operaciones con partes relacionadas?
 - (e) Los acuerdos de suscripción?
 - (f) La diligencia debida en la selección de inversiones?
 - (g) Los honorarios y gastos, con el fin de asegurar que no se apliquen cargos o gastos no autorizados a la IIC, o a los inversionistas en la IIC, y que: los descuentos en las comisiones; los acuerdos de intercambio de negocio por comisiones en especie (bienes o servicios) (*soft commissions*); y los incentivos, no estén en contradicción con la obligación de la gestora de IIC de actuar defendiendo los mejores intereses de los inversionistas?²²⁹

Delegación

15. ¿Contiene el sistema normativo una clara indicación de las circunstancias en las cuales se permite la delegación y existe una prohibición de la delegación sistemática y completa de las funciones básicas de la gestora de IIC en la medida en que se produzca una transformación gradual o su conversión en una caja vacía?²³⁰

²²⁸ Una gestora de IIC debe actuar con la debida competencia, atención y diligencia. Véanse *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Best Practices Standards on Anti-Market Timing and Associated Issues*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2005, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>; *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²²⁹ *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>; *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>. En lo referente a los requisitos de diligencia debida, véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>. En lo referente a las inversiones en instrumentos de financiación estructurada, véase también *Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD300.pdf>.

²³⁰ Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>. Véase también *Delegation of Functions*, supra.

16. Si se autoriza la delegación, ¿se realiza la delegación de tal forma que no prive al inversionista de los medios de identificación de la empresa legalmente responsable de las funciones delegadas? En particular:
- (a) ¿Responde la gestora de IIC de las acciones u omisiones, como si fueran propias, de cualquier parte en la que delegue una función, incluido el cumplimiento de las normas de conducta y de otras condiciones operativas?²³¹
 - (b) ¿Exige el sistema normativo que la gestora de IIC mantenga una capacidad y unos recursos suficientes, y que tenga establecidos unos procedimientos adecuados para vigilar la actividad del delegado, así como evaluar la actuación del delegado?²³²
 - (c) ¿Puede la gestora de IIC resolver la delegación y, en su caso, llegar a acuerdos alternativos para el cumplimiento de la función delegada?²³³
 - (d) ¿Existen requisitos de divulgación a los inversionistas relacionados con los acuerdos de delegación y la identidad de los delegados?²³⁴
 - (e) ¿Permite el sistema normativo que el regulador adopte las medidas oportunas en caso de delegaciones que puedan dar lugar a un conflicto de intereses entre el delegado y los inversionistas?²³⁵
17. Si se autoriza la delegación, ¿se realiza la delegación de manera que no ponga en peligro la capacidad del regulador para acceder eficazmente a los datos relacionados con las funciones delegadas, bien directamente a través del/de los delegado(s) o a través de la gestora de IIC?

Notas explicativas

Debe tenerse en cuenta la capacidad del regulador para llevar a cabo una supervisión continua y para tomar medidas con respecto a todas las entidades supervisadas con responsabilidades, con arreglo a la IIC, a efectos de supervisar, inspeccionar y sancionar y, en un sentido más amplio, a fin de garantizar la consecución de los objetivos de la regulación. Con este fin, el evaluador debe, si procede, hacer alusión a la evaluación de los Principios 10, 11 y 12.

También debe prestarse atención a las características internacionales del negocio de IIC de la jurisdicción evaluada. De acuerdo con los Principios, estos elementos no deben obstaculizar una correcta supervisión. Los evaluadores deben tener en cuenta si el sistema normativo reconoce la necesidad de una posible cooperación internacional para la inscripción y supervisión de una IIC, en particular en el caso de una IIC comercializada en varias jurisdicciones; o bien cuando los promotores, las gestoras o los depositarios se encuentren en varias jurisdicciones diferentes. Cuando corresponda, debe hacerse una mención cruzada a la evaluación de los Principios 13, 14 y 15 relativos a la cooperación internacional.²³⁶

²³¹ Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²³² El grado de vigilancia dependería de la amplitud de la delegación, de en quién se delegue (p. ej., en intermediarios autorizados o en otros) y del tipo de jurisdicción en la que se encuentre el delegado.

²³³ Consúltese *Delegation of Functions*, supra.

²³⁴ Id.

²³⁵ Id.

²³⁶ Véase también el Preámbulo a esta Sección sobre las IIC.

Con respecto a la Cuestión Clave 2(e), los evaluadores pueden tener en cuenta, por ejemplo, hasta qué punto una gestora de IIC debe tener un marco de gestión de riesgos respaldado por unos procedimientos y políticas adecuados y documentados; así como por una función independiente de gestión de riesgos, de forma proporcional al tamaño, complejidad y perfil de riesgo de la IIC.

Con respecto a las Cuestiones Clave 2 y 3, los evaluadores deben tener en cuenta que los criterios de admisibilidad deben ser cumplidos (por una gestora de IIC) desde el comienzo de sus actividades, aunque puede haber diferentes enfoques reguladores sobre cuándo evaluar la admisibilidad para la inscripción/autorización; incluyendo, por ejemplo, la honestidad e integridad de las gestoras de IIC. Un test adecuado y válido no es el único medio por el cual los reguladores pueden enfocar la honestidad e integridad de las gestoras de IIC (p. ej., las inhabilitaciones por ley pueden ofrecer un enfoque alternativo aceptable). No es necesario que un regulador evalúe el cumplimiento de los criterios de admisibilidad en el momento de la aprobación inicial para cumplir lo exigido en la Cuestión Clave 3. Sin embargo, los mecanismos establecidos deben ser efectivos en términos de protección de los inversionistas para garantizar que la gestora de IIC esté autorizada para comercializar o gestionar una IIC. A este respecto, los evaluadores deben considerar todo el sistema normativo; tanto la medida en que la autoridad competente evalúe el cumplimiento de los criterios de admisibilidad antes del inicio de la comercialización de una IIC, como la existencia de un riguroso programa de inspecciones diseñado para controlar, de manera eficaz, el cumplimiento continuo de los criterios de admisibilidad.

Con respecto a la Cuestión Clave 4, los evaluadores pueden tener en cuenta, por ejemplo, si la organización interna y las actividades de la gestora de una IIC, tiene que someterse a una revisión y supervisión independientes desde una perspectiva objetiva e fundada.

Con respecto a la Cuestión Clave 6(d), los evaluadores deben considerar si el regulador tiene suficientes facultades para proteger los intereses de los inversionistas: incluyendo tomar medidas para revocar la autorización/inscripción; bloquear los activos de la IIC o los activos de la gestora de IIC; instar procedimientos administrativos o civiles y, en su caso, recomendar acciones penales.²³⁷ Las medidas correctoras, en caso de infracción o incumplimiento, deben incluir sanciones eficaces, proporcionales y disuasorias por una gestión sin licencia de una IIC y/o por incumplimiento de las obligaciones de la gestora de IIC.

Los evaluadores deben tener en cuenta también si las sanciones por gestión sin licencia de una IIC, y/o por incumplimiento de las obligaciones de la gestora de IIC, se aplican de manera coherente en la jurisdicción evaluada.

Con respecto a las Cuestiones Clave 8 y 9, los evaluadores deben tener en cuenta que, en los casos en que una entidad que participe en las actividades de una IIC no esté sometida a la regulación de un regulador de valores, las inspecciones *in situ* y las investigaciones pueden llevarse a cabo con la cooperación de otros reguladores financieros competentes.

Con respecto a la Cuestión Clave 11, los evaluadores deben considerar si se exige o no llevar libros y registros adecuados en relación con la organización interna y la actividad de las IIC para un momento adecuado y en caso de disolución.²³⁸

²³⁷ Véase *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²³⁸ Véase *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere una respuesta afirmativa a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

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

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 5, 7, 8, 9, 10, 14(a), 14(b), 14(c), 14(d), 14(e), 14(f), 14(g), 15, 16(d), 16(e) o bien a las Cuestiones 12(a) ó 12(b).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b), 2(a), 2(b), 2(c), 2(d), 2(e), 2(f), 3, 4, 6(a), 6(b), 6(c), 6(d), 11, 13(a), 13(b), 16(a), 16(b), 16(c) ó 17 y a ambas Cuestiones 12(a) y 12(b).

Principio 25 El sistema normativo debe establecer normas para la admisibilidad, la gobernanza, la organización y el comportamiento operativo de quienes deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.

La forma jurídica y la estructura de la IIC varían entre las jurisdicciones, pese a lo cual son importantes para la protección de los inversionistas. La forma jurídica y la estructura afectan a los intereses y derechos de los participantes en la IIC y permiten que el conjunto de los fondos de los inversionistas sea distinguido y separado de los activos de otras entidades, así como de la gestora.

La forma jurídica y la estructura elegidas de la IIC tienen implicaciones para el riesgo de incumplimiento asociado a la IIC. El sistema normativo debe exigir que: la forma jurídica y la estructura de la IIC, así como sus implicaciones para los riesgos asociados a la IIC, sean reveladas a los inversionistas y se aseguren e que estos riesgos para los inversionistas sean abordados a través de la ley, de normas de conducta o de pactos imperativos incluidos en los documentos de constitución de una IIC.

El sistema normativo debe garantizar una adecuada separación y protección de los activos de los clientes, incluso a través de la utilización de entidades de custodia y/o depositarios que sean, en las circunstancias oportunas, independientes. Los activos de los clientes deben ser interpretados como los activos que sean mantenidos, o controlados, en nombre de los inversionistas en una IIC, incluidos los valores, las posiciones y, en el caso de los derivados, los pagos de garantías y depósitos en garantía que proceda.

El sistema normativo debe reconocer las ventajas para la protección de los inversionistas, así como la confianza en los mercados financieros, de unos mecanismos eficaces para proteger los activos de los clientes del riesgo de pérdida y del concurso de acreedores de las gestoras de IIC.²³⁹

Como parte de su supervisión continua, el regulador debe tratar de asegurar que existan dentro de su jurisdicción los mecanismos que mejor cumplan el objetivo general de protección de los activos de los clientes, teniendo en cuenta su legislación, normativa y prácticas en materia concursal, y de servicios de inversión; así como las necesidades de eficiencia de los mercados y protección de los inversionistas.²⁴⁰

El regulador debe tener en cuenta que la quiebra de una gestora de IIC, y/o de una IIC, también puede tener consecuencias sistémicas para el sistema financiero y la economía en general.

Temas Clave

Forma jurídica y derechos de los inversionistas

1. El sistema normativo debe abordar la forma jurídica de la IIC, así como la naturaleza de los derechos e intereses de los inversionistas. Debe informarse debidamente a los

²³⁹ Consúltase *Client Asset Protection*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, agosto de 1996, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf>.

²⁴⁰ Id.

inversionistas sobre esa forma jurídica y esos derechos. Tales derechos no deben dejarse a la discreción de la gestora de IIC.

2. La supervisión debe tratar de garantizar el cumplimiento de cualesquiera restricciones sobre el tipo o nivel de inversión o endeudamiento.²⁴¹

Separación de activos/custodia

3. El sistema normativo debe garantizar una adecuada separación del conjunto de activos de los inversionistas de los activos de la gestora de IIC, así como de otras entidades.
4. El sistema normativo debe garantizar que se establezcan mecanismos eficaces para proteger los activos de los clientes de los riesgos de pérdida y concurso de acreedores de la gestora de IIC; cuando se recurra a depositarios terceros, que los activos de los clientes sean identificados como tales a cualquier depositario tercero, y se conceda una protección equivalente a esos activos.²⁴²
5. Los riesgos derivados de un incumplimiento asociado a la forma jurídica y la estructura elegidas para una determinada IIC deben revelarse a los inversionistas.
6. El sistema normativo debe garantizar que los riesgos arriba citados para los inversionistas, sean abordados a través de la ley, de normas o de acuerdos imperativos.

Cuestiones Clave

Forma jurídica y derechos de los inversionistas

1. ¿Prevé el sistema normativo requisitos en cuanto a la forma jurídica y la estructura de la IIC que definan los intereses de los participantes en la IIC y sus derechos relacionados?
2. ¿Prevé el sistema normativo que la forma jurídica y la estructura de la IIC, así como sus implicaciones para la naturaleza de los riesgos asociados a la IIC, sean reveladas a los inversionistas de tal manera que no dependan de la discreción de la gestora de la IIC?²⁴³
3. ¿Existe una autoridad reguladora responsable de garantizar el cumplimiento de los requisitos en materia de forma jurídica y estructura?²⁴⁴
4. ¿Dispone el sistema normativo que, en caso de introducirse cambios sustanciales en los derechos de los inversionistas que no requieren la aprobación previa de los inversionistas, se les informe antes de que los cambios sean efectivos?²⁴⁵

²⁴¹ Véanse *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Report on Investment Management*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1995, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD45.pdf>.

²⁴² Consúltase *Client Asset Protection*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, agosto de 1996, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf>.

²⁴³ Consúltase *Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practices*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>.

²⁴⁴ Id.

²⁴⁵ Id.

5. ¿Dispone el sistema normativo que, en caso de introducirse cambios sustanciales en los derechos de los inversionistas, se le notifique al regulador competente?²⁴⁶
6. ¿Tiene el regulador facultades dirigidas a asegurar el cumplimiento de cualesquiera restricciones sobre el tipo o el nivel de inversión o de endeudamiento?²⁴⁷

Separación de activos/custodia

7. ¿Exige el sistema normativo una adecuada separación de los activos de la IIC de los activos de la gestora de la IIC, así como de sus gestores u otras entidades?²⁴⁸
8. ¿Prevé el sistema normativo requisitos por los que se rija la custodia de los activos de la IIC, tales como:
 - (a) La obligación de confiar los activos a entidades de custodia y/o depositarios que sean, en las circunstancias oportunas, independientes; o
 - (b) Salvaguardias legales o regulatorias especiales en los casos en que las funciones de la entidad custodia y/o del depositario sean realizadas por la misma persona jurídica que se encarga de las funciones de inversión (o de entidades relacionadas); o²⁴⁹
 - (c) Una suficiente protección de los activos de los clientes de las pérdidas, o del concurso de acreedores, de la gestora de la IIC y la obligación de que, cuando se recurra a depositarios terceros, los activos de los clientes sean identificados como tales a cualquiera de esos depositarios y se conceda una protección equivalente a los activos de los clientes; incluso cuando el depositario haya confiado a un tercero todos o algunos de los activos para su custodia?²⁵⁰
9. ¿Prevé adecuadamente el sistema normativo una disolución ordenada de la actividad de la IIC, si fuera necesario?

Notas explicativas

A la hora de evaluar la custodia, un evaluador debe considerar si el sistema de supervisión en la jurisdicción evaluada es capaz de garantizar que todas las inversiones de la IIC, incluyendo los depósitos en efectivo, sean correctamente mantenidos bajo custodia.

²⁴⁶ Id.

²⁴⁷ Véanse *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; Documento Público n° 45 de IOSCO, *Report on Investment Management*, Comité Técnico de IOSCO (julio de 1995).

²⁴⁸ *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes*, Documento de Debate del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1996, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD60.pdf>; *Client Asset Protection*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, agosto de 1996, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf>.

²⁴⁹ *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes*, supra; *Client Asset Protection*, supra.
²⁵⁰ En caso de recurrirse a depositario terceros, debe haber una separación de los activos de una IIC de los activos del propio depositario. La responsabilidad de un depositario por las pérdidas sufridas por los inversores como consecuencia del incumplimiento injustificado de sus obligaciones, o de su incorrecto cumplimiento, no puede verse afectada por el hecho de que se haya confiado a un tercero la totalidad o parte de los activos para su custodia: consúltese *Guidance on Custody Arrangements for Collective Investment Schemes*, supra; *Client Asset Protection*, supra; *Report on Investment Management*, supra.

También debe considerarse la capacidad del sistema para garantizar que los riesgos de impago, o incumplimiento asociados a la IIC, sean abordados de forma adecuada. Es importante que los intereses de los inversionistas en la IIC estén debidamente protegidos, no sólo mientras la IIC esté en funcionamiento, sino también cuando su continuidad se vea afectada por circunstancias que requieran su disolución.

El evaluador debe verificar que el sistema normativo exija una clara revelación de los derechos de los inversionistas en la IIC, o de los obstáculos para que los inversionistas ejerzan sus derechos. Los Principios no abordan exhaustivamente los acuerdos de inversión colectiva que conlleven derivados, muchos de los cuales se ofrecen de manera privada.

El evaluador debe tener en cuenta también si la supervisión de las IIC promueve la estabilidad financiera. Con este fin, el evaluador debe, en su caso, hacer mención a la evaluación del Principio 6.

Con respecto a la Cuestión Clave 3, los evaluadores deben considerar también si hay alguna evidencia de que se haga cumplir en la jurisdicción evaluada los requisitos relativos a la forma jurídica y la estructura de la IIC.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 4.

Parcialmente Implementado

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

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2, 3, 6, 7, 8(a), 8(b), 8(c) ó 9.

Principio 26 **La regulación debe exigir la divulgación de información, como se estableció en los Principios para las emisoras, que es necesaria para evaluar la conveniencia de una institución de inversión colectiva para un inversionista en particular y el valor de la participación del inversionista en dicha institución.**

Este Principio tiene por objeto garantizar que las cuestiones importantes para el valor de una inversión en una IIC sean objeto de divulgación a los inversionistas existentes y potenciales. La divulgación de información sobre una IIC, debe ayudar a los inversionistas a entender la naturaleza del vehículo de inversión, así como la relación entre el riesgo y la rentabilidad, de manera que los inversionistas que evalúen los resultados de una IIC no se centren exclusivamente en la rentabilidad, sino también en el riesgo asumido para producir tal rentabilidad²⁵¹. No obstante, los inversionistas deben ser libres de elegir el nivel de riesgo del mercado al que estén expuestos.

El objetivo de la divulgación debe ser proporcionar a los inversionistas suficiente información de forma oportuna, en un lenguaje y un formato que sean fáciles de entender, teniendo en cuenta el tipo de inversionista, con el fin de evaluar si, y en qué medida, la IIC es un vehículo de inversión conveniente para ellos.²⁵²

La divulgación debe promover la comparabilidad entre distintas IIC.²⁵³

Un aspecto particular de la divulgación que requiere una atención especial, es la revelación de todas las comisiones y otros gastos que puedan aplicarse en virtud de la IIC. La información sobre las comisiones y gastos debe ser comunicada a los actuales y potenciales inversionistas de una forma que les permita comprender la naturaleza, la estructura y el impacto en los resultados de la IIC²⁵⁴. También debe informarse con claridad de las políticas de inversión.²⁵⁵

²⁵¹ Consúltese *Best Practice Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2005, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>; *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD158.pdf>; *Investor Education*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, enero de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD140.pdf>; *Discussion Paper on the Role of Investor Education in the Effective Regulation of CIS and CIS Operators*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2001, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD117.pdf>; *Disclosure of Risk - A Discussion Paper*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1996, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD59.pdf>.

Para una discusión de la obligación de revelar las comisiones y gastos, consúltese más adelante.

²⁵² Consúltese *Investor Disclosure and Informed Decisions: Use of Simplified Prospectuses by Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD131.pdf>.

²⁵³ Consúltese *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>.

²⁵⁴ Consúltese *Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2007, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>; *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>; *Performance Presentation Standards for*

Los anuncios relativos a IIC no deben contener afirmaciones inexactas, falsas o engañosas.

Temas Clave

1. La divulgación de información debe ayudar a los inversionistas a entender la naturaleza del vehículo de inversión, así como la relación entre el riesgo y la rentabilidad.
2. Todas las cuestiones importantes para una valoración de la IIC, incluyendo las comisiones y gastos, deben comunicarse a los inversionistas existentes y potenciales.
3. La información debe proporcionarse de manera oportuna, así como en un formato y un lenguaje fáciles de entender, teniendo en cuenta el tipo de inversionista.
4. Debe informarse con claridad de las políticas de inversión.
5. La supervisión debe tratar de garantizar el respeto de la política de inversión, o la estrategia de negociación, así como de cualquier política exigida por la regulación.
6. Los anuncios relativos a IIC no deben contener afirmaciones inexactas, falsas o engañosas; y no deben menoscabar la capacidad de los inversionistas para formarse su propio juicio acerca de la inversión en la IIC.

Cuestiones Clave

1. ¿Exige el sistema normativo que todas las cuestiones importantes para la valoración de una IIC sean comunicadas a los inversionistas existentes y potenciales de manera oportuna?
2. ¿Exige el sistema normativo que la información citada en la Cuestión 1 anterior sea revelada a los inversionistas existentes, así como potenciales, en un formato y un lenguaje que sean fáciles de entender teniendo en cuenta el tipo de inversionista?²⁵⁶

Collective Investment Schemes: Best Practice Standards, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>; *Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of Answers to Questionnaire*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD157.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD144.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*, Informe de Consulta del Comité Técnico de IOSCO, julio de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD130.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, diciembre de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD114.pdf>.

²⁵⁵ Para un debate sobre las obligaciones de revelar las prácticas de voto, consúltese *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*, Informe de Consulta del Comité Técnico de IOSCO, julio de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD129.pdf>; *Collective Investment Schemes as Shareholders: Responsibilities and Disclosure*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD158.pdf>; consúltese también *An Examination of the Regulatory Issues arising from CIS Mergers*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD179.pdf>. Para un debate sobre el riesgo, consúltese *Investment Management Risk Assessment: Marketing and Selling Practice*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD156.pdf>.

²⁵⁶ *Disclosure of Risk – A Discussion Paper*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1996, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD59.pdf>; y *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*, Documento de Consulta del Comité Técnico de IOSCO, julio

3. ¿Exige el sistema normativo el uso de formatos estándar para la divulgación de los documentos de oferta y de los informes periódicos a los inversionistas?
4. ¿Incluye el sistema normativo una obligación de divulgación general, que permita que los inversionistas existentes y potenciales evalúen la conveniencia de la IIC para ese inversionista existente o potencial?
5. ¿Exige expresamente el sistema normativo que los documentos de oferta u otra información de dominio público incluya lo siguiente:
 - (a) La fecha de emisión de la oferta?
 - (b) Información relativa a la constitución legal de la IIC?
 - (c) Los derechos de los inversionistas en la IIC?
 - (d) Información sobre la gestora y sus mandantes?
 - (e) Información sobre la metodología de valoración de los activos?
 - (f) Los procedimientos de compra, reembolso y fijación del precios de las participaciones/acciones?
 - (g) Información financiera auditada pertinente acerca de la IIC?
 - (h) Información sobre los acuerdos de custodia (si los hubiere)?²⁵⁷
 - (i) La(s) política(s) de inversión de la IIC?
 - (j) Información sobre los riesgos que conlleve la consecución de los objetivos de inversión?
 - (k) El nombramiento de cualquier administrador externo o de cualesquiera gestoras o asesores de inversiones que tengan una función significativa e independiente en relación con la IIC (incluidos los delegados)?
 - (l) Comisiones y gastos en relación con la IIC, de una forma que permita a los inversionistas comprender la naturaleza, estructura e impacto en los resultados de la IIC?²⁵⁸

de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD130.pdf>; *An Examination of Regulatory Issues arising from CIS Mergers*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD179.pdf>; *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>; y *Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes*, Informe Final del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2007, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>.

²⁵⁷ Consúltese *Client Asset Protection*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, agosto de 1996, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD57.pdf>.

²⁵⁸ Consúltese *Soft Commission Arrangements for Collective Investment Schemes*, Informe Final del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2007, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD255.pdf>; *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible

6. ¿Está facultada el regulador para no revelar o para intervenir en relación con los documentos de oferta? Por ejemplo, ¿hay previstas actuaciones regulatorias en caso de que la información sea inexacta, engañosa o falsa; o en caso de que no cumpla los requisitos de presentación/aprobación?
7. ¿Cubre el sistema normativo el material publicitario insertado fuera de los documentos de oferta? Concretamente: ¿Prohíbe la publicidad inexacta, falsa o engañosa? ¿Hay actuaciones regulatorias a disposición del regulador con respecto al material publicitario insertado fuera de los documentos de oferta?
8. ¿Exige el sistema normativo que los documentos de oferta sean actualizados para tener en cuenta cualesquiera cambios significativos que afecten a la IIC?
9. ¿Exige el sistema normativo la preparación de un informe con respecto a las actividades de una IIC con carácter anual, semestral o con otra periodicidad?
10. ¿Exige el sistema normativo la distribución oportuna de informes periódicos?²⁵⁹
11. ¿Exige el sistema normativo que las cuentas de una IIC sean formuladas de acuerdo con unas normas de contabilidad de alta calidad e internacionalmente aceptables?
12. ¿Está facultado el regulador para garantizar el cumplimiento de la política de inversión o la estrategia de negociación declarada, de las inversiones autorizadas que la IIC puede realizar o de cualquier política exigida por la regulación?²⁶⁰

Notas explicativas

El evaluador debe hacer una mención cruzada a la evaluación con arreglo a los Principios 16 a 21, según corresponda. Las IIC normalmente van destinadas a pequeños inversionistas, por lo que debe prestarse especial atención a cerciorarse de que el sistema normativo esté estructurado, para así evitar que los inversionistas sean engañados por una presentación inadecuada de elementos; tales como los riesgos asociados a las políticas de inversión y las estrategias de negociación de la IIC; la mención a resultados pasados; así como las comisiones y otros gastos que puedan aplicarse con arreglo a la IIC. La información debe proporcionarse en un formato y un lenguaje fáciles de entender, teniendo en cuenta el tipo de inversionista. El evaluador debe tener debidamente en cuenta la naturaleza minorista de la actividad de las IIC.

en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD169.pdf>; *Fees and Commissions within the CIS and Asset Management Sector: Summary of Answers to Questionnaire*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD157.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes: Best Practice Standards*, Informe de Consulta del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD144.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*, Informe de Consulta del Comité Técnico de IOSCO, julio de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD130.pdf>; *Performance Presentation Standards for Collective Investment Schemes*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, diciembre de 2000, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD114.pdf>.

²⁵⁹

Véanse también las Notas explicativas.

²⁶⁰

Véanse *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>.

A los efectos de la Cuestión Clave 5(g), los documentos de oferta u otra información de dominio público puede referirse a la información financiera auditada pertinente acerca de la IIC anterior o simultáneamente proporcionada o puesta a disposición.

A los efectos de las Cuestiones Clave 6, 7 y 12, los evaluadores deben tener en cuenta también si hay alguna prueba de las medidas adoptadas por el regulador en estas áreas.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 3 y 10.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 3, 5(b), 10 y 11.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2, 4, 5(a), 5(c), 5(d), 5(e), 5(f), 5(g), 5(h), 5(i), 5(j), 5(k), 5(l), 6, 7, 8, 9 ó 12.

Principio 27 La regulación debe asegurarse de que exista un criterio adecuado y conocido de valoración de activos y para la fijación de precios y el reembolso de las participaciones en una institución de inversión colectiva.

La correcta valoración de los activos de una IIC es fundamental para garantizar que los inversionistas confíen en que la IIC es un vehículo de inversión fiable y robusto; así como para la correcta protección de los inversionistas, especialmente en los casos en los que el precio del mercado no esté disponible. La regulación debe tratar de asegurarse de que todos los activos de una IIC sean valorados con exactitud y justicia; también que el valor liquidativo de las acciones/participaciones de la IIC sea calculado correctamente.²⁶¹

El sistema normativo debe permitir a la autoridad responsable garantizar el cumplimiento de las normas pertinentes.

La regulación debe exigir a la gestora de la IIC que publique o divulgue el precio de las acciones/participaciones de la IIC de forma periódica, para que el inversionista existente o potencial pueda evaluar los resultados a lo largo del tiempo.

La legislación o las normas por las que se rijan las IIC deben permitir que los inversionistas reembolsen sus participaciones o acciones sobre una base claramente indicada en los documentos de constitución y/o en el folleto informativo. El sistema normativo debe abordar las circunstancias generales o concretas en las que puede haber una suspensión, o un aplazamiento de la valoración y la fijación del precio rutinarias, o del reembolso normal de las participaciones o las acciones de la IIC.

Temas Clave

Valoración de activos

1. La regulación debe asegurarse de que todos los bienes de una IIC sean valorados con exactitud y justicia, y de que el valor liquidativo de las acciones/participaciones de la IIC sea calculado correctamente. Los intereses de los inversionistas están, por lo general, mejor protegidos mediante el uso de la presentación de informes basados en el valor²⁶², siempre que puedan determinarse unos valores de mercado o razonables fiables.²⁶³

²⁶¹ *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1997, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD69.pdf>; *Regulatory Approaches to the Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 1999, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD91.pdf>; *CIS Unit Pricing*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, mayo de 1999, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD92.pdf>; y *A Comparison Between the Technical Committee Report and the Emerging Markets Committee Report on Valuation and Pricing of Collective Investment Schemes*, Informe Conjunto del Comité Técnico y del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, mayo de 1999, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD93.pdf>.

²⁶² Por presentación de informes basados en el valor, se entiende la valoración diaria de los activos financieros a precios de mercado, o la utilización de los precios (valores) de mercado cuando estén disponibles y sean

2. Las IIC deben valorarse periódicamente a intervalos especificados.
3. Las gestoras de IIC deben encargarse de publicar o divulgar periódicamente el precio de las acciones/participaciones de la IIC, para permitir que los inversionistas existentes o potenciales evalúen los resultados de la IIC a lo largo del tiempo.
4. Los métodos de valoración deben aplicarse de manera uniforme, a menos que resulte aconsejable un cambio en el interés de los inversionistas.

Cuestiones sobre precios y reembolsos

5. La regulación debe exigir que la base sobre la cual los inversionistas puedan reembolsar sus participaciones, o acciones, se indique claramente en los documentos de constitución y/o en el folleto informativo.
6. Los inversionistas que entren, permanezcan o salgan de una IIC deben ser tratados por igual, de tal forma que los reembolsos y suscripciones de acciones/participaciones en la IIC se vean afectados de una manera no discriminatoria.
7. La regulación debe garantizar que los derechos de suspensión protejan los intereses de los inversionistas, en lugar de los intereses de la gestora de la IIC.
8. Los reguladores deben ser informados de cualquier suspensión de los derechos de reembolso.

Cuestiones Clave

Valoración de activos

1. ¿Hay requisitos regulatorios concretos en cuanto a la valoración de los activos de la IIC?²⁶⁴
2. ¿ Hay requisitos regulatorios de que el valor liquidativo de las acciones o participaciones de la IIC sea calculado:
 - (a) Periódicamente?
 - (b) De acuerdo con unas normas de contabilidad aceptadas y de alta calidad aplicadas de manera uniforme?²⁶⁵
3. ¿Hay requisitos regulatorios concretos en cuanto a la valoración imparcial de los activos cuando los precios de mercado no estén disponibles?²⁶⁶
4. ¿Se exige que los auditores de cuentas independientes comprueben las valoraciones de los activos de la IIC?²⁶⁷

fiables.

²⁶³ Un requisito obligatorio en algunas jurisdicciones. *Best Practice Standards on Anti Market Timing and Associated Issues for CIS*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2005, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD207.pdf>.

²⁶⁴ Consúltense también *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes*, supra. Además, debe haber algún tipo de acuerdo para valorar, en su caso, las posiciones ilíquidas. Consúltense también el Tema Clave 3.

²⁶⁵ Id.

²⁶⁶ Id.

²⁶⁷ Consúltense las Nota explicativas. Consúltense también *Guidance on Custody Arrangements for Collective*

Cuestiones sobre precios y reembolsos

5.
 - (a) ¿Exige el sistema normativo que la base sobre la que los inversionistas pueden reembolsar participaciones/acciones, sea indicada claramente en los documentos de constitución y/o en el folleto informativo?
 - (b) ¿Prevé el sistema normativo requisitos regulatorios concretos en cuanto a la fijación de precios en caso de suscripción o reembolso de participaciones/acciones en una IIC?
6. ¿Garantiza la regulación que las valoraciones realizadas sean justas y fiables?
7. ¿Exige la regulación que el precio de las participaciones/acciones de la IIC sea divulgada o publicada periódicamente a los inversionistas existentes o potenciales?
8. ¿Hay requisitos regulatorios, normas de actuación y/u otras normas para dar respuesta a errores de precios? ¿Son capaces los reguladores competentes de hacer cumplir estas normas?
9. ¿Aborda el sistema normativo las circunstancias generales, o específicas, en las que pueda haber una suspensión o un aplazamiento de la valoración y fijación de precios rutinarias, así como del reembolso normal de participaciones o acciones de la IIC?
10. ¿Está facultado el regulador para garantizar el cumplimiento de las normas aplicables a la valoración de activos y fijación de los precios?
11. ¿Exige el sistema normativo que:
 - (a) Se mantenga al regulador informado de cualquier suspensión o aplazamiento de los derechos de reembolso?
 - (b) Tenga el regulador autoridad para abordar situaciones en las que la gestora de la IIC: no cumpla sus obligaciones en materia de reembolsos; o esté imponiendo una suspensión de reembolsos de una forma que no sea coherente con los dispuestos en los documentos de constitución y en el folleto informativo de la IIC, o con la relación contractual entre los participantes en la IIC y la gestora de la IIC; o se considere que infringe, de otro modo, la legislación nacional?

Notas explicativas

La valoración de los bienes de una IIC, y el cálculo del valor liquidativo de las acciones o participaciones, son sumamente importantes, ya que el valor liquidativo²⁶⁸ refleja el precio que un inversionista paga cuando invierte en una IIC (sujeto a cualesquiera comisiones de suscripción adicionales); así como el precio que un inversionista recibirá (sujeto a cualesquiera comisiones de reembolso adicionales) si se liquida una posición. Los evaluadores deben prestar la debida atención a las modalidades de cálculo, y también al momento y la frecuencia de publicación del valor liquidativo de la IIC. Los evaluadores deben al mismo tiempo evaluar si la supervisión de la IIC confirma que la gestora tiene establecidos sistemas y controles para

²⁶⁸ *Investment Schemes*, supra.
El valor liquidativo se calcula dividiendo el valor total de las inversiones en una IIC, entre el número de participaciones emitidas, más o menos los ajustes por comisiones, los gastos y otros pasivos devengados.

garantizar una valoración imparcial y exacta de los bienes de una IIC, así como que los cálculos del valor liquidativo sean correctos en cada momento de valoración, tal como se indica en el Tema Clave 2 anterior.

El tipo y la frecuencia de la valoración pueden depender de la disponibilidad y el momento del ejercicio de los derechos de reembolso, de los tipos de participaciones que mantenga en una IIC y de la estructura jurídica autorizada de una IIC.

El derecho a reembolsar participaciones/acciones es una característica clave de las IIC de tipo abierto (capital/patrimonio variable). El evaluador debe evaluar si las normas establecidas son suficientes para evitar que las comisiones, o los gastos pagaderos por un inversionista en caso de reembolso, sean concebidos de tal forma que impidan a los inversionistas ejercer sus derechos. Los evaluadores deben tener en cuenta que los derechos de suspensión, a disposición de la gestora de la IIC, no podrán ser ejercidos de forma que menoscaben la protección de los intereses de los inversionistas, y que los reguladores sean capaces de hacer cumplir las decisiones encaminadas a proteger los intereses de los inversionistas. En el caso de los fondos de tipo cerrado (capital/patrimonio fijo), los evaluadores pueden considerar la periodicidad con que se fija el precio de las acciones/participaciones de esa IIC.

Con respecto a la Cuestión Clave 6, los evaluadores deben considerar si la precisión del cálculo del valor liquidativo tiene que ser comprobada por los auditores de cuentas; los cuales están sujetos a unos niveles adecuados de supervisión, y son independiente de conformidad con los Principios 19 a 21. [No es necesario que los auditores de cuentas independientes comprueben cada valoración individual de una IIC para dar una respuesta positiva a la Cuestión Clave 6].

Con respecto a la Cuestión Clave 10, los evaluadores deben tener en cuenta también si hay alguna evidencia de que se hagan cumplir los requisitos en materia de valoración de activos y fijación de precios en la jurisdicción evaluada.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 8.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 3, 4, 8 y 10.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2(a), 2(b), 5(a), 5(b), 6, 7, 9, 11(a) u 11(b).

Principio 28 **La regulación debe garantizar que se supervise de forma adecuada a los *hedge funds* (fondos alternativos o de cobertura) y/o a sus gestores/asesores.**

Aunque algunas jurisdicciones regulen los *hedge funds* como IIC, el Principio 28 es el único principio en esta sección aplicable en la evaluación de los *hedge funds* y/o en la regulación de los gestores/asesores de *hedge funds*.

En trabajos anteriores, IOSCO²⁶⁹ ha reconocido que no existe una definición universal de los *hedge funds* y que es posible aplicar varios enfoques a la regulación de los *hedge funds*, y/o de los gestores/asesores de *hedge funds*. El punto importante a tener en cuenta es que el sistema normativo debe establecer normas para la autorización/inscripción, así como la regulación y supervisión de aquellos que deseen gestionar *hedge funds* (gestores/asesores) (y/o, si procede,²⁷⁰ para la inscripción del *hedge fund* en un registro).

Los requisitos regulatorios aplicables deben permitir que el regulador de fondos obtenga una visión global de los riesgos que plantean los *hedge funds*.²⁷¹ La información suministrada a través del proceso de autorización/inscripción también podría ponerse a disposición de todos los inversionistas potenciales antes del otorgamiento de un contrato de suscripción o de otro contrato de gestión de inversiones.²⁷²

Los gestores/asesores de los *hedge funds* que tengan la obligación de inscribirse deben estar sujetos a los oportunos requisitos regulatorios de acceso y permanentes²⁷³ y deben ser supervisados y controlados de manera continua. En trabajos anteriores, IOSCO²⁷⁴ ha recomendado que la supervisión regulatoria debe estar más centrada en los gestores/asesores de *hedge funds* de importancia sistémica y/o mayor riesgo. Por ejemplo, uno de los posibles enfoques es un punto de corte *de las cosas pequeñas*. Podría determinarse un posible nivel de corte teniendo en cuenta ciertas características, tales como el apalancamiento financiero, la exposición económica etc. Otra posibilidad, que tiene en cuenta el principio de proporcionalidad, consiste en exigir la inscripción de todos los gestores/asesores de los *hedge funds*, pero considerar un menor nivel de supervisión continua para los gestores por debajo de un punto de corte *de las cosas pequeñas*.²⁷⁵ A la hora de evaluar la aplicación del Principio 28,

²⁶⁹ Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁷⁰ Algunos reguladores de valores pueden tener requisitos regulatorios a nivel de los propios fondos para facilitar así la obtención de información específica del fondo y obtener una imagen global de los riesgos planteados por los fondos. Este tipo de regulación directa a nivel del fondo podría implicar una inscripción/autorización del fondo, así como la supervisión continua del fondo. Si este nivel adicional de regulación es necesario para dar respuesta a los riesgos sistémicos y para la integridad de los mercados, reflejará las condiciones locales y la estructura del sector. Nada de lo dispuesto en la presente Metodología debe ser interpretado en el sentido de *exigir* la inscripción del fondo.

²⁷¹ Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁷² Id.

²⁷³ Si el *hedge fund* está organizado como una sociedad de inversión, que no nombra un gestor externo, los requisitos referentes al "gestor de *hedge fund*" deben ser respetados por la propia sociedad de inversión y por sus gestores.

²⁷⁴ Id.

²⁷⁵ Id. Como se señaló anteriormente, no hay una definición coherente o pactada del término "hedge fund". La determinación de qué vehículos de inversión serán calificados como "*hedge funds*" corresponde al regulador.

los evaluadores deben determinar si la jurisdicción regula y supervisa a los gestores/asesores de los *hedge funds* en función de los riesgos que planteen.

Temas Clave

1. La supervisión regulatoria de los gestores/asesores de los *hedge funds* debe reflejar los riesgos que plantean los *hedge funds* y estar basada en los riesgos; así como ser proporcional (es decir, al tamaño y a la complejidad del *hedge fund* gestionado) y, por tanto, debe estar más centrada en los gestores/asesores de los *hedge funds* con importancia sistémica y/o de mayor riesgo.²⁷⁶
2. Los *hedge funds* y/o los gestores/asesores de los *hedge funds* a los que se exija inscribirse, deben estar sujetos a las normas de acceso pertinentes. La información suministrada a través del proceso de inscripción/autorización debe proporcionar una adecuada transparencia sobre la actividad de los gestores/asesores de los *hedge funds* y/o sobre los *hedge funds* gestionados.²⁷⁷
3. Los gestores/asesores de los *hedge funds* a los que se exija inscribirse deben estar sujetos a los oportunos requisitos regulatorios permanentes, en materia de:
 - (a) Normas de organización y operativas:
 - (b) Conflictos de intereses y otras normas de conducta empresarial.
 - (c) Divulgación de información para los inversionistas; y
 - (d) Requisitos prudenciales.²⁷⁸
4. Los reguladores de valores deben ser capaces de obtener, si es necesario en colaboración con otros reguladores, la presentación no pública de información sobre las contrapartes en *hedge funds* de mayor riesgo, y con mayor importancia sistémica, de los agentes de los servicios financieros y bancos.²⁷⁹

²⁷⁶ Id.

²⁷⁷ Id.

²⁷⁸ Id. La regulación prudencial puede variar de una jurisdicción a otra. Cada jurisdicción puede decidir qué forma de regulación prudencial es adecuada para los riesgos planteados por los *hedge funds*. Véanse las Notas explicativas. Consúltense también las recomendaciones emitidas por el Foro Conjunto sobre requisitos prudenciales mínimos para gestoras de *hedge funds*: *Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation*, Informe del Foro Conjunto, enero de 2010, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD315.pdf>. Más trabajos pertinentes de IOSCO: en relación con la valoración, consúltense *Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2007, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>; sobre un fondo de *hedge funds*: *Elements of International Regulatory Standards on Funds of Hedge Funds Related Issues Based on Best Market Practices*, Informe Final, Informe del Comité Técnico, septiembre de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD305.pdf>; *Regulatory and Investor Protection Issues Arising from the Participation by Retail Investors in (Funds of) Hedge Funds*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2003, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD142.pdf>. *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>. Consúltense también las Notas explicativas.

²⁷⁹ El objetivo de la recogida de información por parte de los reguladores de valores de los gestores de *hedge funds*, es obtener información sobre los brokers principales y los depositarios de los *hedge funds*, así como sobre las exposiciones a los riesgos de los *hedge funds* que podrían ser puestas a disposición con fines de control del riesgo sistémico (incluyendo la identificación, el análisis y la atenuación del riesgo sistémico). Consúltense *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>. El documento de IOSCO *Hedge*

5. Los gestores/asesores de los *hedge funds* deben proporcionar al regulador información con fines de control del riesgo sistémico (incluida la identificación, el análisis y la atenuación de los riesgos sistémicos).²⁸⁰
6. Los reguladores deben estar autorizados para cooperar y compartir información, si procede, entre sí con el fin de facilitar la supervisión eficiente y eficaz de los gestores/asesores de los *hedge funds*, y/ o de *hedge funds* activos en todo el mundo; así como para ayudar a identificar los riesgos sistémicos, los riesgos para la integridad del mercado y otros riesgos derivados de las actividades o exposiciones de los *hedge funds*, con vistas a atenuar esos riesgos más allá de sus fronteras.²⁸¹

Cuestiones Clave

Inscripción/autorización de los gestores/asesores de "hedge funds" y/o, cuando proceda, del "hedge fund"

1. ¿Establece el sistema normativo normas para:
 - (a) La inscripción/autorización y la regulación de quienes deseen gestionar los *hedge funds* (gestores/asesores)?
 - (b) Y/o la inscripción del *hedge fund*?²⁸²
2. ¿Especifica el sistema normativo la información prevista en el Tema Clave 2, que debe ser facilitada al regulador en el momento de la inscripción/autorización?²⁸³

Normas de organización interna y conducta operativa

3. ¿Establece el sistema normativo (en vista del riesgo planteado) normas de organización interna y de conducta operativa que debe cumplir, de manera continua, el gestor/asesor de los *hedge funds*, incluyendo una adecuada gestión de riesgos y protección, y la separación de los activos y el dinero de los clientes?²⁸⁴

Funds Oversight Report también contiene recomendaciones con respecto a la recogida de información de los brokers principales y bancos por parte de sus reguladores prudenciales competentes. Como se señaló en *Hedge Funds Oversight Report* "Los principales objetivos de esta recogida de información [por los reguladores prudenciales] a través de los brokers principales y los bancos son calcular el ansia de riesgo (fondos y bancos), identificar la aparición de grandes fondos muy apalancados, evaluar la capacidad de los bancos para agregar la exposición a contrapartes en todas las líneas de negocio, y crear una red informal de brokers principales". El motivo de la preocupación es, en este caso, que: "los brokers principales y los bancos que prestan servicios de financiación y de otro tipo a los *hedge funds* puedan ser el principal mecanismo de transmisión a través de la cual las grandes dificultades o la quiebra de un solo fondo o de un grupo de *hedge funds* puede traer consigo efectos sistémicos, así como tener posiblemente un impacto en la economía real. Ello podría resultar de un recorte de la oferta de crédito o de perturbaciones en los servicios de pagos y compensación, que luego podrían tener un impacto directo sobre la economía real".

²⁸⁰ Id. Véanse también las Notas explicativas.

²⁸¹ Id. Véanse también las Notas explicativas.

²⁸² Id. Véanse también las Notas explicativas sobre los *hedge funds* y/o los gestores/asesores de los *hedge funds* exentos/menos regulados.

²⁸³ Id. Véanse también las Notas explicativas.

²⁸⁴ Consúltase *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>. Al evaluar la aplicación de la Cuestión Clave 3, los evaluadores deben considerar, al menos, las cuestiones mencionadas en las Notas explicativas.

Conflictos de intereses y otras normas de conducta empresarial

4. ¿Establece el sistema normativo normas para que los gestores/asesores de los *hedge funds* gestionen adecuadamente los conflictos de intereses²⁸⁵ y ofrezcan toda la información y transparencia al regulador y a los inversionistas (incluidos los inversionistas potenciales), acerca de tales conflictos y la manera de gestionarlos?

Divulgación de información al regulador y a los inversionistas

5. ¿Es capaz el regulador de obtener de los gestores/asesores de *hedge funds* información adecuada sobre sus actividades, y sobre los *hedge funds* que gestionan, de manera que le permitan evaluar los riesgos que plantean los *hedge funds* para la estabilidad sistémica?²⁸⁶
6. ¿Establece el sistema normativo, en vista de los riesgos planteados, normas para la correcta divulgación de información por los gestores/asesores de los *hedge funds*, o por el *hedge fund*, a los inversionistas?²⁸⁷

Regulación prudencial

7. ¿Están sujetos los gestores/asesores de los *hedge funds*, que tienen que estar inscritos, a unos oportunos requisitos prudenciales permanentes que reflejen los riesgos que plantean?

Supervisión e inspección y sanción

8.
 - (a) ¿Prevé el sistema normativo la supervisión continua de los gestores/asesores de los *hedge funds*, que tengan que estar inscritos?

²⁸⁵ Los gestores de *hedge funds*, al igual que otros gestores de fondos, están sujetos a importantes conflictos de intereses (institucionales y personales). La primera categoría incluye los conflictos que afecten al gestor de los *hedge funds* como una institución, tales como las prácticas de asignaciones de inversiones/operaciones/corretajes; los acuerdos ocultos de indemnización con asociadas; los acuerdos ocultos de indemnización con contrapartes, etc. La segunda categoría incluye los conflictos individuales, como la negociación personal; la inversión personal; las relaciones personales y de negocio con emisores, etc. Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>. En lo que se refiere a las estructuras y las prácticas de indemnización/remuneración, deben someterse a fuertes mecanismos de buen gobierno y para gestionar los problemas de conflictos de intereses, así como contrarrestar el afán de lucro a corto plazo que suele ser inherente a las actividades de los *hedge funds*: consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>. Consúltese también el Principio 8.

²⁸⁶ Esta recogida de información ayudaría a los reguladores a identificar las fuentes actuales o potenciales de riesgo sistémico que los *hedge funds* puedan plantear, ya sea individual o colectivamente, y por tanto ayudaría a los reguladores a entender mejor: el apalancamiento financiero utilizado en diferentes estrategias y el tamaño de las "huellas" de los fondos; la escala de cualquier asimetría entre activos y pasivos; la elevada concentración en mercados o productos y los problemas de liquidez; así como los riesgos de contraparte de los *hedge funds*. Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>. Consúltense también las Notas explicativas.

²⁸⁷ Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>. El regulador determinará el momento de divulgar tal información. Véanse también las Notas explicativas.

- (b) ¿Está facultado el regulador para acceder e inspeccionar a los gestores/asesores de los *hedge funds*, así como a sus registros y /o los *hedge funds*?²⁸⁸
 - (c) ¿Está autorizado el regulador para hacer que los infractores cumplan la ley?²⁸⁹
9. ¿Está facultado el regulador, con sujeción a las oportunas garantías de confidencialidad y restricciones impuestas por la legislación nacional, desde el punto de vista de la supervisión, inspección y sanción, para:
- (a) Recabar, en caso necesario, información pertinente de los gestores/asesores de los *hedge funds* y/o de los *hedge funds* (y, a través de la cooperación con otros reguladores nacionales, de las contrapartes de los *hedge funds*) también por cuenta de un regulador extranjero?
 - (b) Intercambiar información en forma oportuna y de manera continua, si lo considera oportuno, con otros reguladores pertinentes sobre aquellos *hedge funds* activos a escala internacional que puedan plantear riesgos sistémicos u otros riesgos significativos?
10. ¿Es capaz el regulador de valores de obtener de la gestora/del asesor de los *hedge funds*, colaborando si es necesario con otros reguladores, la presentación no pública de información sobre la exposición a contrapartes de los *hedge funds* (entre las que pueden estar los brokers principales, los bancos o las contrapartes en operaciones con derivados extrabursátiles OTC)?

Notas explicativas

A la hora de evaluar la aplicación de este Principio, los evaluadores deben considerar el marco normativo en el contexto de los riesgos que los *hedge funds* (individual y colectivamente) plantean para la protección de los inversionistas, para unos mercados justos y eficientes, así como para la reducción del riesgo sistémico; y la manera en que el marco normativo aborda estos riesgos. Ello exigirá a los evaluadores considerar los riesgos que plantean los *hedge funds* en la jurisdicción correspondiente, así como los riesgos que puedan suponer para los mercados mundiales y regionales.

Los evaluadores deben reconocer también que las normas y los Códigos de Conducta sectoriales pueden utilizarse para aplicar este Principio, siempre, no obstante, que cualquiera que sea el método de aplicación elegido, sea exigible en la medida necesaria para lograr sus objetivos y tenga en cuenta la Referencia. Por ejemplo, las normas de divulgación de información y de conducta pueden ser desarrolladas por el sector, exigiendo la regulación que esas normas sean aplicadas. En estos casos, los evaluadores también pueden considerar el modo de hacer cumplir esas normas.

Con respecto a la Cuestión Clave 1, los evaluadores deben considerar también si el regulador tiene la facultad de denegar la inscripción/autorización, si no se cumplen las normas de acceso.

Con respecto a la Cuestión Clave 2, pueden existir diferencias en la forma como las jurisdicciones tratan esta Cuestión, el tipo de información que podría ser considerada como posibles requisitos, en el momento de la inscripción/autorización del gestor/asesor, incluye:

²⁸⁸ Id.

²⁸⁹ Id. Véanse también las Notas explicativas.

- Formación/experiencia del personal clave directivo y de inversión, organización y accionariado;
- Plan de negocio;
- Servicios ofrecidos;
- Inversionistas objetivo del *hedge fund*;
- Comisiones aplicadas.
- Política sobre inversiones de partes relacionadas.
- Estrategias de inversión utilizadas.
- Herramientas o parámetros de riesgo utilizados.
- Identificación de los principales proveedores de servicios, tales como auditores de cuentas independientes, subasesores, agentes administrativos, depositarios, agentes de los servicios financieros y los proveedores de crédito.
- Acuerdos de delegación y de externalización de funciones; y
- Conflictos de intereses y procedimientos para identificarlos y solucionarlos.²⁹⁰

Con respecto a la Cuestión Clave 3, puede haber diferencias en la forma en que la jurisdicción trata esta Cuestión. Las jurisdicciones determinarán en qué circunstancias, y qué normas de organización interna y de conducta operativa, serán impuestas a los gestores/asesores de los *hedge funds*.

Los evaluadores deben considerar si las normas de organización interna y de conducta operativa que deben cumplir continuamente los gestores/asesores de los *hedge funds* (en vista de los riesgos planteados) tienen en cuenta, al menos, lo siguiente:²⁹¹

- (a) Un marco integral de la gestión de riesgos respaldado por una función de gestión de riesgos independiente, acorde con el tamaño, la complejidad y el perfil de riesgo del gestor/asesor de los *hedge funds*.
- (b) Una función de cumplimiento normativo independiente, acorde con el tamaño, la complejidad, y el perfil de riesgo del gestor/asesor de *hedge funds*; respaldada por: las actividades e infraestructura razonables y controladas; los recursos suficientes; y los controles y actividades de cuadro.
- (c) Una adecuada separación de las responsabilidades de valoración e inversión de los activos de los *hedge funds*, y las políticas por escrito de valoración exhaustiva.²⁹²

²⁹⁰ Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁹¹ Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁹² Id. Consúltese también *Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2007, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD253.pdf>.

- (d) Una adecuada separación y protección del dinero y de los activos de los clientes, a través de la utilización de entidades de custodia y depositarios que sean, en las circunstancias adecuadas, independientes, y que garanticen que los fondos de los inversionistas estén protegidos.
- (e) Los oportunos registros de las operaciones realizadas en nombre de cada *hedge fund*.²⁹³
- (f) Auditoría independiente, con carácter anual, de los estados financieros del gestor/asesor de los *hedge funds* y/o de cada uno de los *hedge funds* gestionados.

Con respecto a la Cuestión Clave 5, los reguladores deben ser capaces de obtener de los gestores/asesores de los *hedge funds*, información sobre los *hedge funds* de su cartera, que podría incluir, por ejemplo, la información enumerada en las Notas explicativas relativas a la Cuestión Clave 2 anterior.

Además, los reguladores deben ser capaces de obtener de los gestores/asesores de los *hedge funds* información adecuada y de forma continuada, por ejemplo:

- Información sobre sus brokers principales, su depositario e información sobre la formación/experiencia de las personas que gestionen los activos.
- Información sobre los mayores *hedge funds* del gestor/asesor, incluyendo el valor liquidativo de sus acciones/participaciones, la concentración estratégica/regional predominante y la rentabilidad;
- Apalancamiento financiero y riesgo, incluyendo el riesgo de concentración de los mayores *hedge funds* del gestor/asesor.
- Información de activos y pasivos respecto a los mayores *hedge funds* del gestor/asesor.
- Riesgo de contraparte, incluyendo las mayores fuentes de crédito.
- Exposición a productos para los activos de todos los gestores/asesores de los *hedge funds*, p. ej., acciones, valores de deuda estructurados/titulizados, valores de deuda empresarial con ratings de categoría de inversión, etc.; e
- Identificación de la actividad de inversión que se sepa que representa una proporción significativa (en términos de liquidez/volumen) de dicha actividad en importantes mercados o productos.

Los gestores/asesores de los *hedge funds* deben ser capaces de obtener toda la información necesaria de los *hedge funds* que gestionen, independientemente de la ubicación de esos *hedge funds*, de modo que los gestores/asesores de los *hedge funds* sean capaces de evaluar, de manera eficaz, los riesgos que están asumiendo en su cartera.²⁹⁴

²⁹³ Los registros deben ser llevados por los gestores de *hedge funds* (y, en su caso, por los propios *hedge funds*), al igual que otros participantes en los mercados. Dicha información debe ponerse a disposición de los reguladores cuando éstos lo soliciten, p. ej., para inspecciones en materia de uso abusivo de los mercados. Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

²⁹⁴ Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

Con respecto a la Cuestión Clave 6, los gestores/asesores de los *hedge funds*, o el *hedge fund*, deben proporcionar información adecuada a los inversionistas, entre otras cosas, de:

- (a) Los riesgos planteados;
- (b) Las condiciones y/o los límites para reembolsos;
- (c) La existencia y las condiciones de cualesquiera cartas de acompañamiento y estructuras de compuertas;
- (d) La estrategia y la rentabilidad del *hedge fund*, incluyendo los estados financieros auditados del gestor/asesor del *hedge fund* y/o de los *hedge funds* gestionados.²⁹⁵ El regulador determinará el momento de esa divulgación de información.

Con respecto a la Cuestión Clave 7, puede que haya diferencias en la forma en que la jurisdicción trata esta Cuestión, ya que no todos los reguladores de valores son también reguladores prudenciales.

Cada jurisdicción determinará en qué circunstancias y qué requisitos prudenciales serán impuestos a los gestores/asesores de los *hedge funds*.

Para una evaluación positiva de la Cuestión Clave 7, los evaluadores deben considerar si el sistema normativo en su conjunto, garantiza que los gestores/asesores de los *hedge funds* que tengan que inscribirse, están sujetos a requisitos prudenciales que reflejen los riesgos que asumen (y que lo más probable es que sean similares a los requisitos impuestos a otros gestores de activos), p. ej., riesgo operacional, dinero de los clientes, etc.

Las jurisdicciones también tienen diferentes enfoques respecto a la regulación prudencial. Algunas jurisdicciones consideran que la regulación prudencial trata principalmente de los requerimientos de capital. Otras tienen una visión más amplia considerando que también incluye los marcos de gestión de riesgos. Las normas de organización interna y de conducta operativa también serán pertinentes a este respecto. Las diferencias de enfoque reflejan distintas condiciones de mercado e institucionales. Nada de lo dispuesto en los Principios o en la presente Metodología debe interpretarse en el sentido de implicar una evaluación negativa de la Cuestión Clave 7, cuando la jurisdicción imponga requisitos prudenciales, para los gestores o asesores de los *hedge funds*, distintos de los requerimientos de capital.

Los evaluadores deben tener en cuenta las diferencias de enfoque respecto a la regulación prudencial a la hora de evaluar si están establecidos los oportunos requisitos prudenciales.

Con respecto a las Cuestiones Clave 8(a), 8(b) y 8(c), el regulador debe tener completas facultades de inspección, investigación, vigilancia y de supervisión, inspección y sanción en relación con los *hedge funds* y los gestores o asesores de *hedge funds*. El sistema normativo debe garantizar un uso eficaz y creíble de esas facultades y la implementación de un programa eficaz de cumplimiento normativo, tal como se explica en los Principios 10 a 12.

En caso de incumplimiento de los requisitos regulatorios permanentes, el regulador debe estar autorizado para imponer medidas (incluida la revocación, la suspensión o la aplicación de las condiciones a una inscripción/autorización) y para imponer sanciones eficaces, proporcionales y disuasorias.

²⁹⁵ Consúltese *Hedge Funds Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD293.pdf>.

Con respecto a las Cuestiones Clave 9(a) y 9(b), el regulador debe ser capaz de cooperar y compartir información con otras autoridades extranjeras a los efectos de una supervisión, inspección y sanción, de la misma manera que la explicada en los Principios 13 a 15 relativos a la cooperación.

Los evaluadores deben tener en cuenta cualquier obstáculo al que el regulador se enfrente cuando se le pida cooperar con los reguladores de valores extranjeros, incluyendo si el regulador es capaz de ejercer las facultades enumeradas en las Cuestiones Clave 9(a) y 9(b), con respecto a las entidades reguladas exentas o más pequeñas.

Con respecto a la Cuestión Clave 10, la capacidad de un regulador para obtener la presentación no pública de información sobre las contrapartes en los *hedge funds* de mayor riesgo, y/o con mayor importancia sistémica, de los agentes de los servicios financieros y bancos se mejora si estas últimas son entidades supervisadas. En trabajos anteriores,²⁹⁶ IOSCO ha recomendado que: "Los brokers principales y los bancos que proporcionen financiación a *hedge funds* deben estar sujetos a una inscripción/regulación y supervisión obligatorias. Deben tener establecidos unos sistemas y controles de gestión de riesgos adecuados para vigilar sus exposiciones al riesgo de crédito de contraparte respecto a los *hedge funds*".

Los "hedge funds" y/o los gestores/asesores de los "hedge funds" exentos y menos regulados

Los evaluadores deben tener en cuenta si el regulador tiene la facultad discrecional de conceder exenciones de la inscripción/autorización a quienes deseen gestionar *hedge funds* y/o, en su caso, a los *hedge funds*, o si el sistema normativo prevé requisitos de acceso menos estrictos en comparación con otros grupos de activos u otras gestoras de grupos de activos (p. ej., requisitos de notificación o punto de corte). En tal caso, los evaluadores deben considerar si la razón por la cual se concede la exención y el proceso mediante el cual se concede: son transparentes; dan resultados similares para personas en una situación similar o para similares conjuntos de circunstancias; y son explicables en el contexto de este Principio 28. Los evaluadores deben considerar los requisitos de acceso, si los hubiere, aplicables a los gestores/asesores de los *hedge funds* exentos/menos regulados, incluyendo: el tipo de información que el regulador sea capaz de reunir, y cualquier requisito regulador permanente que les sea aplicable en relación con las normas de organización y operativas; los conflictos de intereses y otras normas de conducta empresarial; la divulgación de información al regulador y a los inversionistas; y la regulación prudencial.

Cuando proceda, el evaluador debe hacer alusión a la evaluación del Principio 7.

Las evaluaciones del Principio 28 deben ser coherentes con cualesquiera resultados obtenidos en la evaluación del Principio 6 relativo al riesgo sistémico.

Para determinar si se aplica el Principio 28 de una manera que cumpla sus objetivos, también es necesario considerar si el marco normativo prevé mecanismos para afrontar los riesgos sistémicos tanto actuales como potenciales resultantes del funcionamiento de los *hedge funds*.

En particular, los evaluadores deben evaluar si el regulador de valores es capaz, ya sea de forma directa o a través de la colaboración con otros reguladores, de obtener la presentación no pública de información sobre las contrapartes en los *hedge funds* de mayor riesgo, y/o con mayor importancia sistémica de los brokers principales y bancos.²⁹⁷

²⁹⁶ Id.

²⁹⁷ Id. Consúltense la nota 280 anterior.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a la Cuestión 1(a) y/o 1(b) y a todas las demás Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a la Cuestión 1(a) y/o 1(b) y a todas las demás Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 7.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a la Cuestión 1(a) y/o 1(b) y a todas las demás Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 7 y 10.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a ambas Cuestiones 1(a) y 1(b) o a una o más de las Cuestiones 2, 3, 4, 5, 6, 8(a), 8(b), 8(c), 9(a) y 9(b).

H. PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS INTERMEDIARIOS DE MERCADO

1. *Preámbulo*

Los Principios relativos a los Intermediarios de mercado tratan de respaldar los Objetivos de IOSCO mediante el establecimiento de requisitos relacionados con los criterios de acceso; los requerimientos de capital y los requisitos prudenciales; el ejercicio de la actividad; la supervisión continua y disciplina de quienes accedan al mercado; así como las consecuencias de su incumplimiento y una quiebra financiera.

Los intermediarios de mercado deben ejercer su actividad de una manera que proteja los intereses de sus clientes y ayude a preservar la integridad del mercado. Los principios fundamentales incluyen los siguientes:

- Una empresa debe observar unos altos niveles de integridad y de contratación imparcial.
- Una empresa debe actuar con el debido cuidado y diligencia en defensa de los mejores intereses de sus clientes y de la integridad del mercado.
- Una empresa debe respetar unas estrictas normas de conducta del mercado.
- Una empresa no debe anteponer sus intereses a los de sus clientes y debe dispensar un trato similar a los clientes en una situación similar.
- Una empresa debe cumplir con cualquier ley, código o norma pertinente para la regulación de los mercados de valores tal como se aplique a la empresa.

Además, la regulación de los distintos tipos de intermediarios de mercado debe aspirar a prever:

- Una adecuada supervisión continua con respecto a los intermediarios de mercado.
- El derecho a inspeccionar los libros, registros y las actividades empresariales de un intermediario de mercado.²⁹⁸
- Una amplia gama de facultades de investigación y de recursos para supervisar, inspeccionar y sancionar a disposición del regulador, o de otra autoridad competente en los casos de infracciones, presuntas o reales, de los requisitos regulatorios.
- Un proceso rápido y justo conducente a medidas disciplinarias y, en su caso, a la suspensión o retirada²⁹⁹ de una licencia.
- La existencia de un mecanismo eficiente y eficaz para hacer frente a las quejas de los inversionistas.

Los Principios 29 a 32 tratan de los intermediarios de mercado. El Principio 29 aborda la autorización y las normas para autorizaciones; el Principio 30 se ocupa de la vigilancia permanente, los requerimientos de capital iniciales y permanentes, así como de las normas prudenciales para los intermediarios; el Principio 31 se refiere a las normas operativas para los

²⁹⁸ Un regulador debe tener a su disposición facultades de inspección para garantizar el cumplimiento de todos los requisitos pertinentes, incluso en ausencia de una presunta infracción de conducta. Debe haber requisitos complementarios para el mantenimiento de unos registros completos. Consúltense también el Principio 10.

²⁹⁹ El término "retirada" incluiría la revocación.

intermediarios de mercado y las normas de conducta empresarial para proteger los intereses de los clientes y sus activos, así como para garantizar una adecuada gestión de los riesgos; el Principio 32 trata de los procedimientos para reducir al mínimo las consecuencias para los inversionistas y los mercados de la quiebra de un intermediario de mercado. Estos Principios deben ser evaluados conjuntamente.

La supervisión de los intermediarios de mercado debe orientarse principalmente a las áreas en las que su capital, los activos de sus clientes, y la confianza del público, podrían ser puestas en un mayor riesgo. Estos incluyen los riesgos de:

- Incompetencia, inadecuada gestión de los riesgos o gestión de los riesgos que no sea adecuada en el contexto de un hecho extraordinario. Cualquiera de estos supuestos puede llevar a (1) no ofrecer una ejecución en las mejores condiciones posibles; (2) no obtener una rápida liquidación; y/o (3) no prestar un asesoramiento adecuado.
- Incumplimiento del deber y de las disposiciones legales y reglamentarias (que puede dar lugar a la apropiación indebida de los fondos y bienes de los clientes, al uso indebido de las instrucciones del cliente con fines de negociación por cuenta propia del intermediario, es decir, "front running" o contratación de órdenes anteponiendo los intereses propios a los de los clientes).
- Manipulación, tráfico de información privilegiada y otras irregularidades de negociación; o bien fraude, blanqueo de capitales o financiación del terrorismo, que tengan lugar en el intermediario.
- Conflictos de intereses.
- insolvencia de un intermediario (que puede acarrear la pérdida del dinero de los clientes, de valores o de oportunidades de negociación; y que puede mermar la confianza en el mercado en el que participe el intermediario).

A la hora de evaluar la idoneidad de la regulación, los evaluadores deben considerar tanto las actividades que los reguladores realizan directamente como las actividades desarrolladas por Organizaciones Autorreguladoras (incluida una evaluación de la idoneidad de la supervisión por el regulador de esas actividades autorreguladas).

2. *Ámbito de aplicación*

Los Principios de esta sección se aplican a los intermediarios de mercado. Todos o algunos de los Principios pueden aplicarse también a los asesores de inversión, dependiendo de la naturaleza de la actividad del asesor de inversiones, como se explica más adelante.

Los "intermediarios de mercado" incluyen, por lo general, a quienes están en el negocio de la gestión de carteras individuales, la ejecución de órdenes y la contratación o comercialización de valores. Una jurisdicción también puede optar por regular como un intermediario de mercado a una entidad que se dedique a una o más de las siguientes actividades:³⁰⁰

- Recibir y transmitir órdenes.

³⁰⁰ Un intermediario de mercado también puede ser autorizado, además de para las actividades mencionadas en el párrafo anterior, para mantener bajo custodia los activos de los clientes (p. ej., custodia y administración de valores) como una actividad accesoria. Por el término custodia en este contexto se entenderá mantener "físicamente" los activos de los clientes (*es decir, en forma de anotación en cuenta electrónica o en papel*) cuando pudieran correr un riesgo de error de custodia o apropiación indebida. Sin embargo, no se consideraría tener la "custodia" simplemente a ser capaz de deducir una comisión de asesoramiento de los activos de los clientes, mantenidos no en el asesor, sino en un banco o una sociedad de valores.

- Negociar/contratar por cuenta propia.
- Prestar asesoramiento en relación con el valor de los valores, o a la conveniencia de invertir en, comprar o vender valores.
- Suscripción de valores.
- Colocación de instrumentos financieros sin un compromiso firme.

Los "asesores de inversiones" son quienes se dedican principalmente a la actividad de asesorar a otros en relación con el valor de los títulos-valores, o con la conveniencia de invertir en, comprar o vender valores. Esto no significa que no puedan prestar otros servicios. En algunas jurisdicciones, un asesor de inversiones que opere por cuenta de clientes y/o esté autorizado para mantener activos de los clientes, estaría clasificado como un intermediario de mercado. En otras jurisdicciones, los asesores de inversiones son tratados de manera diferente que los intermediarios de mercado. Cuando se hace esta distinción, el ámbito de aplicación de los Principios 29 a 32 puede ser de aplicación de distinta forma en función del tipo de asesor de inversiones.³⁰¹ La regulación debe depender de y ser acorde con las actividades del asesor. Esto se aclara de una manera más detallada en el epígrafe de "asesores de inversiones" del Principio 29.

En la medida en que esta sección exige una evaluación de las actividades en curso de los intermediarios coherente con los Principios, el evaluador debe tener la certeza de que las conclusiones a las que se llegue estén en consonancia con las recogidas en los Principios 10, 11 y 12 relativos a las facultades de inspección y exigencia de la supervisión, inspección y sanción, así como a la aplicación de dichas facultades.

³⁰¹ En este sentido, podrían identificarse tres tipos de asesor de inversiones:

- (a) Asesores de inversiones que operan por cuenta de los clientes.
- (b) Asesores de inversiones que no operan por cuenta de los clientes, pero que están autorizados para tener activos de clientes bajo custodia.
Asesores de inversiones que no operan por cuenta de los clientes ni mantienen o tienen bajo su custodia activos de los clientes ni tampoco gestionan carteras, sino que tan sólo ofrecen servicios de asesoramiento sin ofrecer otros servicios de inversión.

3. Principios 29 a 32

Principio 29 La regulación debe proveer unas normas mínimas de acceso para los intermediarios de mercado.

La concesión de licencia y la supervisión de³⁰² los intermediarios de mercado, incluyendo su personal, deben establecer normas mínimas para ellos y proporcionar coherencia en el trato de todos los intermediarios de mercado en una situación similar. También deben reducir el riesgo para los inversionistas de una pérdida causada por negligencia o conducta ilegal y/o por capital inadecuado.

Temas Clave

Autorización

1. La autorización, concesión de licencia o inscripción deben especificar los servicios o las actividades que el intermediario de mercado está autorizado a desarrollar.
2. La autorización, concesión de licencia o inscripción de los intermediarios de mercado deben establecer normas mínimas de acceso en las que quede claro el criterio de autorización y las normas que deben cumplirse de manera permanente. Dichas normas deben incluir:
 - (a) Un requerimiento de capital mínimo inicial como el expuesto en el Principio 30.
 - (b) Una evaluación completa del solicitante y todos aquellos que se encuentren en una posición, directa o indirectamente, de controlar o influir sustancialmente en el solicitante. En este sentido, la regulación debe determinar las condiciones, o los criterios, que debe cumplir el intermediario de mercado y su personal para que se les permita participar en el mercado. Esto debe incluir, a título enunciativo que no limitativo, una demostración de los conocimientos, la conducta empresarial, los recursos, las habilidades, la actitud ética (incluyendo un examen de su conducta en el pasado) y la organización interna adecuados.³⁰³
 - (c) El requisito de que las normas de acceso se apliquen de forma coherente.

³⁰² Los términos "concesión de licencia", "autorización" e "inscripción" se emplean indistintamente en esta sección. En algunas jurisdicciones, la autorización o inscripción se utilizan en lugar de la concesión de licencia. El término "licencia" en esta sección debe entenderse que se refiere también a la autorización e inscripción. Consúltase *Final Report on Elements of International Regulatory Standards on Fees and Expenses of Investment Funds*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2004, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD178.pdf>.

³⁰³ Los ejemplos extraídos de las jurisdicciones incluyen: programas de inhabilitación por ley y criterios detallados relativos a estudios, formación, experiencia o la denominada "idoneidad y honorabilidad" de un solicitante que deben cumplirse antes de que se conceda a una persona la licencia. Estos criterios están destinados a proteger al inversionista. Consúltase *Fit and Proper Assessment - Best Practice*, Informe Final, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, diciembre de 2009, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD312.pdf>.

Autoridad del regulador

3. La autoridad responsable de la concesión de la licencia debe estar facultada para:
 - (a) Denegar la concesión de la licencia de un intermediario de mercado, , sino se cumplen los requisitos de autorización con sujeción exclusivamente a una revisión judicial o administrativa..
 - (b) Retirar, suspender o aplicar una condición a una licencia o autorización en caso de que un cambio en el control, u otros cambios, conduzcan al incumplimiento de los requisitos pertinentes, según el Principio 3.
4. El regulador, o la SRO, sujeta a la supervisión del regulador, debe demostrar su capacidad para llevar a cabo una revisión eficaz de las solicitudes de licencia, o autorización, a fin de asegurar el cumplimiento de los requisitos regulatorios.

Requisitos permanentes

5. Debe exigirse la actualización periódica de la información pertinente y la elaboración de los informes sobre cambios sustanciales en las circunstancias que afecten a las condiciones de la concesión de la licencia, a fin de garantizar que sigue siendo adecuado mantener la licencia. Por ejemplo, debe exigirse comunicar al regulador los cambios en el control o con influencia sustancial para que éste pueda tratar de garantizar que su evaluación del intermediario de mercado sigue siendo válida.
6. Para permitir que los inversionistas puedan proteger mejor sus propios intereses, el regulador debe tratar de asegurar que el público tenga acceso a la información relevante relacionada con el licenciataria, o con el intermediario de mercado autorizado, tal como la siguiente: la identidad de los altos directivos y de quienes están autorizados para actuar en nombre del intermediario de mercado; la categoría de licencia poseída su estado actual; y el alcance de las actividades autorizadas.³⁰⁴

Asesores de inversiones

7. En las jurisdicciones en las que los asesores de inversiones sean tratados por separado de los intermediarios de mercado, como ya se ha explicado en la sección anterior sobre el ámbito de aplicación, los asesores de inversiones que operen por cuenta de los clientes, o que estén autorizados para tener activos de los clientes bajo su custodia, debe recibir la licencia. Hay asesores de inversiones que ni:
 - (a) Operan por cuenta de los clientes ni mantienen activos de los clientes ni los tienen bajo su custodia; ni tampoco
 - (b) Gestionan carteras, sino que tan sólo ofrecen servicios de asesoramiento sin prestar otros servicios de inversión. En este caso, la concesión por separado de la licencia del asesor de inversiones puede no ser estrictamente necesario.³⁰⁵
8. Al regular las actividades de los asesores de inversiones, el regulador puede optar por poner el acento en los criterios sustantivos de concesión de licencia, y en los requerimientos de capital, y otros requisitos recomendados para la regulación de otros

³⁰⁴ La información debe estar disponible de forma gratuita y ser de fácil acceso. El regulador o una SRO pueden mantenerla en un almacén de datos central.

³⁰⁵ En caso de que un asesor de inversiones esté ofreciendo asesoramiento a través de intermediarios de mercado que posean la debida licencia con arreglo a los Principios, puede que no sea necesaria la concesión por separado de la licencia al I asesor de inversiones.

intermediarios de mercado, tal como se explica en los Principios 29 a 32. Otra alternativa es que el regulador puede usar un régimen basado en la divulgación de información diseñado para permitir a los posibles clientes de servicios de asesoramiento realizar una elección fundada de asesores con sujeción a las actividades realizadas por el asesor de inversiones.

9. Independientemente de estas dos opciones, el marco normativo debe incluir los siguientes requisitos basados en el tipo de asesor:
 - (a) Si un asesor en materia de inversiones opera por cuenta de los clientes,³⁰⁶ los controles de capital y demás controles operativos (explicado en los Principios 29 a 32) aplicables a otros intermediarios de mercado también deben aplicarse al asesor.
 - (b) Si el asesor de inversiones no opera, pero se le permite que tenga activos de los clientes bajo su custodia,³⁰⁷ la regulación debe prever la protección de los activos de los clientes, incluyendo la separación e inspecciones periódicas o basadas en el riesgo (ya sea por el regulador o por un tercero independiente), y los requerimientos de capital y otros requisitos operativos tal como se explica en los Principios 29 a 32.

10. Sin embargo, el marco normativo seleccionado para los asesores de inversiones debe, como mínimo, incluir los siguientes elementos del régimen de los intermediarios de mercado, según corresponda:
 - (a) Un régimen de concesión de licencia que sea suficiente para establecer la autorización para actuar como asesor de inversiones, así como asegurar el acceso de los ciudadanos a una lista actualizada de asesores de inversiones autorizados.
 - (b) Prohibiciones contra la concesión de licencia a las personas que hayan infringido la legislación de valores, o leyes financieras similares, o bien leyes penales durante un período concreto anterior a su aplicación.
 - (c) Requisitos para el mantenimiento de registros.
 - (d) Requisitos de divulgación de información clara y detallada por el asesor de inversiones a los clientes potenciales.³⁰⁸
 - (e) Las normas y los procedimientos diseñados para evitar garantías de resultados de inversión futuros y el uso indebido de los activos de los clientes, y para dar respuesta a los posibles conflictos de intereses.³⁰⁹

Cuestiones Clave

Autorización

³⁰⁶ Asesor de inversiones del tipo a) en la nota 302 supra.

³⁰⁷ Asesor de inversiones del tipo b) en la nota 302 supra.

³⁰⁸ Por ejemplo, las descripciones del nivel de estudios requerido del asesor, experiencia pertinente en el sector, historial disciplinario (si lo hubiere), estrategias de inversión, estructura de tarifas y otros gastos cargados a los clientes, posibles conflictos de intereses y resultados pasado de las inversiones (si procede), que se actualicen periódicamente, y en caso de producirse cambios sustanciales.

³⁰⁹ Es posible que no puedan resolverse todos los conflictos potenciales, aunque deben abordarse todos los conflictos y, si no se resuelven, al menos darlos a conocer.

1. ¿Exige la jurisdicción que, como condición para ejercer la actividad en un segmento de la industria de valores, los intermediarios de mercado (tal como se definieron anteriormente) tengan una licencia?
2. ¿Existen unas normas, o unos criterios mínimos claros, y a disposición del público, que todos los solicitantes de licencias deban cumplir antes de que una licencia sea concedida (o denegada)³¹⁰ que:
 - (a) Sean justos y equitativos para intermediarios de mercado en una situación similar?
 - (b) Se apliquen de manera coherente?
 - (c) Incluyan, en su caso, un requerimiento de capital inicial?
 - (d) Incluyan una evaluación exhaustiva del solicitante y de todos los que se encuentren en condiciones de controlar o de influir sustancialmente en el solicitante que requiera: una demostración de los conocimientos, comportamiento empresarial, recursos, habilidades, actitud ética (incluida la consideración de la conducta en el pasado) adecuados?
 - (e) Incluyan una evaluación de la suficiencia de la organización interna y de los sistemas de gestión y supervisión de riesgos establecidos; incluyendo las correspondientes políticas y los procedimientos por escrito, que permitan la vigilancia permanente para asegurarse de que se sigan cumpliendo las normas mínimas?
3. ¿Tiene establecidos el regulador, o la SRO sujeta a la supervisión del regulador, procesos y recursos para llevar a cabo, de forma eficaz, una revisión de las solicitudes de licencia?

Autoridad del regulador

4. ¿Está la autoridad competente facultada para:
 - (a) Denegar la concesión de licencia, con sujeción únicamente a una revisión administrativa o judicial, si no se han cumplido los requisitos de autorización?
 - (b) Retirar, suspender o aplicar una condición a una licencia, en caso de que un cambio en el control, u otro cambio, lleve a incumplir los requisitos pertinentes de forma permanente?
 - (c) Adoptar medidas eficaces para impedir la contratación de personas (o para solicitar la destitución de personas) que hayan cometido infracciones relacionadas con valores o que sea, por otro motivo, inadecuadas, de modo que no puedan participar en actividades de intermediación, aun cuando estas personas no sean intermediarios de mercado con una licencia concedida por separado, si pueden tener una influencia significativa en la empresa?

Requisitos permanentes

5. ¿Se exige a los intermediarios de mercado: actualizar periódicamente la información pertinente con respecto a su licencia, e informar inmediatamente al regulador (o a la

³¹⁰ En algunas jurisdicciones, se establecen criterios para denegar o inhabilitar a posibles solicitantes.

autoridad responsable de la concesión de la licencia) de modificaciones sustanciales en las circunstancias que afecten a las condiciones de la licencia?³¹¹

6. ¿Está a disposición del público la siguiente información pertinente acerca de los intermediarios de mercado con licencia:
 - (a) La existencia de una licencia, su categoría y estado?
 - (b) El alcance de las actividades permitidas y la identidad de los altos directivos, así como los nombres de otras personas autorizadas que actúen en nombre del intermediario de mercado?

Asesores de inversiones

7. ¿Exige el marco normativo de los asesores de inversiones que, según corresponda:
 - (a) Si un asesor de inversiones opera por cuenta de los clientes, los controles de capital y demás controles operativos (explicados en los Principios 29 a 32) aplicables a otros intermediarios de mercado también deben aplicarse al asesor de inversiones?
 - (b) Si el asesor de inversiones no opera, pero se le permite que tenga activos de los clientes bajo su custodia, la regulación prevea la protección de los activos de los clientes, incluyendo la separación e inspecciones periódicas o basadas en el riesgo (ya sea por el regulador o por un tercero independiente), y los requerimientos de capital y otros requisitos operativos tal como se explica en los Principios 29 a 32?
 - (c) En el caso de (a) y (b), así como en el caso de los asesores de inversiones que gestionen carteras de clientes sin operar por cuenta de los clientes, o sin mantener activos de los clientes, ¿impone la regulación los oportunos requisitos que abarquen el mantenimiento de registros, la divulgación de información y los conflictos de intereses, tal como se explica en el Principio 31?

Notas explicativas

Algunas jurisdicciones pueden conceder licencia a las personas que gestionen una IIC como gestoras de IIC; otras jurisdicciones pueden conceder licencias a las gestoras de IIC como asesores de inversiones. Esta clasificación debe entenderse sin perjuicio de su evaluación, conforme a los Principios 24 a 28 relativos a las IIC, según los criterios de evaluación respecto a esos Principios y, en cualquier caso, estos Principios deben ser aún de aplicación a las actividades como intermediarios de mercado de ese asesor de inversiones.

El reconocimiento de otro régimen de concesión de licencias, en relación con el acceso a los clientes nacionales por un intermediario extranjero sujeto a las condiciones pertinentes, se contempla al ser un programa de concesión de licencia, o de autorización, de acuerdo con la referencia de evaluación, siempre que los criterios utilizados sean claros y transparentes, se apliquen de forma coherente y aborden los objetivos de los Principios.

³¹¹ Id. Debe aportarse información periódica al regulador en la que se indiquen las actividades en curso del intermediario de mercado. Además, en caso de que haya un cambio en el personal, las actividades o el entorno del intermediario de mercado que tendría un efecto importante en su capacidad para desempeñar su función, debe informarse al regulador de forma oportuna.

En el caso de las personas o entidades que obtengan una licencia, sean inscritas o estén autorizadas en más de una capacidad, los evaluadores deben cerciorarse de qué criterios se aplican a cada categoría.

Cuando en una jurisdicción haya una organización autorregulada que conceda licencias a los intermediarios de mercado, la evaluación de la supervisión adecuada del proceso por parte del regulador se trata en el Principio 9.

Al considerar la Cuestión Clave 3, los evaluadores deben tener en cuenta el Principio 3 sobre los recursos.

Al considerar la Cuestión Clave 2(e), los evaluadores deben tomar en consideración la medida en que es posible la evaluación de estos sistemas por el regulador, o por su representante (como una organización autorregulada), con anterioridad a la concesión de una licencia.

Referencia³¹²

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 6(b).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 2(e), 4(c), 6(b).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2(a), 2(b), 2(c), 2(d), 3, 4(a) y (b), 5, 6(a), 7(a), 7(b) y 7(c) en la medida aplicable.

³¹² En el caso de los asesores de inversiones, sólo son necesarias respuestas afirmativas a las Cuestiones aplicables a la categoría del/de los asesor(es) autorizado(s) en la jurisdicción. Esto no se refiere a planes con capital protegido, o una tasa de rentabilidad mínima especificada garantizada respecto a los que se divulgan las informaciones pertinentes.

Principio 30 **Deben existir unos requerimientos iniciales y permanentes de capital y otros requisitos prudenciales para los intermediarios de mercado, que reflejen los riesgos asumidos por los intermediarios.**

Las normas relativas a la suficiencia de capital fomentan la confianza en los mercados financieros y la protección de los inversionistas. El establecimiento de normas de capital inicial y permanente también contribuye a garantizar la protección de los inversionistas y la integridad y estabilidad de los sistemas financieros. Debe exigirse a un intermediario de mercado que garantice que mantiene recursos financieros suficientes para cumplir sus compromisos de negocio, así como para hacer frente a los riesgos a los que su negocio está expuesto.

Los evaluadores deben evaluar las normas relativas a la suficiencia de capital de cada uno de los países, por referencia a los Principios de suficiencia de capital, publicados por IOSCO.³¹³

Temas Clave

1. Debe haber un requerimiento de capital inicial para los intermediarios de mercado como condición para su autorización. Este requisito debe estar basado en una prueba de suficiencia de capital que aborde los riesgos para este tipo de empresas por referencia a la naturaleza y cuantía del negocio *que se espere* llevar a cabo.
2. Debe haber un requerimiento de capital permanente directamente relacionado con la naturaleza de los riesgos y la cuantía del negocio *realmente* llevado a cabo por un intermediario de mercado. El capital exigido debe ser mantenido por el intermediario de mercado y ser objeto del oportuno informe periódico presentado al regulador, o a la SRO autorizada que esté sujeta a supervisión regulatoria. Esto debe implicar una combinación de informes periódicos y de informes de alerta temprana, activados excepcionalmente, a medida que se acerque a los umbrales de capital mínimo.
3. Los intermediarios de mercado deben estar sujetos a unas normas de suficiencia de capital y de liquidez que deben abarcar la solvencia. La falta de liquidez puede causar dificultades a una empresa, ya que ésta podría ser incapaz de saldar sus deudas conforme venzan.³¹⁴
4. Las normas relativas a la suficiencia de capital³¹⁵ deben ser diseñadas para permitir que un intermediario de mercado absorba algunas pérdidas y siga funcionando, sobre

³¹³ Consúltese *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*, Informe de IOSCO, octubre de 1989, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD1.pdf>. Para una guía adicional, consúltese *Guidance to Emerging Market Regulators regarding Capital Adequacy Requirements for Financial Intermediaries*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, diciembre de 2006, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD230.pdf>.

³¹⁴ Consúltese *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*, Informe de IOSCO, octubre de 1989, página 17, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD1.pdf>.

³¹⁵ Consúltese *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*, Informe de IOSCO, octubre de 1989, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD1.pdf>; *Capital Requirements for Multinational Securities Firms*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 1990, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD14.pdf>; *Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure*, Informe Conjunto del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, del Comité sobre el Sistema Financiero Global de los Bancos Centrales del G-10, de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y de IOSCO, abril de 2001, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD116.pdf>; y *Risk Management Practices and Regulatory Capital - Cross-Sectoral Comparison*, Informe del Foro Conjunto, noviembre de 2001,

todo en el caso de grandes vaivenes adversos del mercado; así como para posibilitar un entorno en el que pueda cerrar paulatinamente su negocio en un período relativamente corto sin causar pérdidas a: sus clientes, sus contrapartes; o los clientes de otras empresas, y sin perturbar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros. Las normas de capital deben ser diseñadas para proporcionar a las autoridades supervisoras tiempo de intervenir para cumplir el objetivo de un cierre paulatino ordenado.

5. Además de los requisitos organizativos en virtud del Principio 31, un intermediario de mercado debe ser objeto de:
 - (a) Auditorías independientes de su situación financiera.
 - (b) Inspecciones, incluyendo exámenes periódicos o por un motivo justificado, por parte de un regulador o por una SRO autorizada que esté sujeta a supervisión regulatoria.
6. El regulador debe estar autorizado expresamente para imponer: restricciones sobre las actividades empresariales reguladas de un intermediario de mercado; y requisitos de control del capital y/o de presentación de informes más estrictos; si el capital de un intermediario de mercado se deteriora o cae por debajo del capital mínimo exigido.³¹⁶
7. Se debe abordar cualquier exposición de un intermediario de mercado a riesgos significativos derivados de las actividades de otras entidades de su(s) grupo(s). Debe tenerse en cuenta la necesidad de información acerca de las actividades de asociadas sin licencia y fuera de balance.³¹⁷

Cuestiones Clave

1. ¿Existen requerimientos de capital mínimos iniciales y permanentes respecto a los intermediarios de mercado? ¿Hay también normas de liquidez? ¿Abordan las normas de capital y liquidez el tema de la solvencia?
2. ¿Están los requisitos de suficiencia de capital estructurados de tal modo que el capital cubra toda la gama de riesgos a los que están expuestos los intermediarios de mercado, p. ej., riesgos de mercado, crédito, liquidez y operacional?

disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD122.pdf>.

³¹⁶ Por ejemplo, cuando se determine que un intermediario corre el peligro de no ser capaz de cumplir sus obligaciones frente a sus clientes, al mercado o a sus acreedores, o si se determina que la situación financiera de los intermediarios está deteriorándose, aunque todavía esté por encima del mínimo exigido. Los evaluadores deben tener en cuenta que, aunque se trata de un requisito regulador, en el primer caso la responsabilidad de gestionar los riesgos recae en la empresa.

³¹⁷ *Sound Practices for the Management of Liquidity Risk at Securities Firms*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2002, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD128.pdf>; y *Capital Requirements for Multinational Securities Firms*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 1990, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD14.pdf>. Consúltese también *Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure*, Informe Conjunto del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea, del Comité sobre el Sistema Financiero Global de los Bancos Centrales del G-10, de la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros y de IOSCO, abril de 2001, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD116.pdf>. Consúltese también *Risk Management Practices and Regulatory Capital - Cross-Sectoral Comparison*, Informe del Foro Conjunto, Noviembre de 2001, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD122.pdf>; y *Regulatory and Market Differences: Issues and Observations*, Informe del Foro Conjunto, mayo de 2006, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD215.pdf>.

3. ¿Son sensibles los requisitos de suficiencia de capital a la cuantía de los riesgos asumidos?; es decir, ¿aumenta el capital requerido conforme crece el riesgo, p. ej., en caso de grandes oscilaciones del mercado?
4. ¿Están diseñadas las normas de capital para permitir que un intermediario de mercado absorba algunas pérdidas y cierre paulatinamente su negocio en un período relativamente corto sin causar pérdidas a sus clientes ni perturbar el funcionamiento ordenado de los mercados?
5. ¿Se exige a los intermediarios de mercado importantes llevar registros de modo que sus niveles de capital puedan ser fácilmente determinados en cualquier momento?
6. ¿Son suficientes los detalles, el formato, la frecuencia, y las fechas de presentación de informes al regulador y/o a la SRO para revelar un deterioro significativo de la posición de suficiencia de capital de los intermediarios de mercado?
7. ¿Está sujeta la posición financiera del intermediario de mercado a auditoría por parte de auditores de cuentas independientes, para ofrecer una garantía adicional de que la posición financiera refleja los riesgos que asume el intermediario de mercado?
8.
 - (a) ¿Examina periódicamente el regulador los niveles de capital de los intermediarios de mercado?
 - (b) ¿Toma el regulador las medidas adecuadas cuando estos exámenes muestran déficits significativos?
9.
 - (a) ¿Está el regulador autorizado expresamente para imponer: restricciones sobre las actividades empresariales reguladas de un intermediario de mercado; y los requisitos de control del capital y/o de presentación de informes más estrictos, si el capital de un intermediario de mercado se deteriora hasta tal punto que ponga en peligro su capacidad para cumplir sus obligaciones o caiga por debajo del capital mínimo exigido?
 - (b) ¿Hay evidencia de que el regulador ejerce esta autoridad?
10. ¿Aborda el marco prudencial los riesgos externos a la entidad regulada, por ejemplo, procedentes de asociadas sin licencia y de asociadas fuera de balance?

Notas explicativas

A la hora de evaluar los Principios, debe entenderse que, por lo general, hay dos enfoques principales para el establecimiento de normas de suficiencia de capital respecto a los intermediarios de mercado. El enfoque del "capital neto" se utiliza en Estados Unidos, Canadá, Japón y algunas otras jurisdicciones de fuera de la UE. El objetivo del enfoque del capital neto es, entre otras cosas, proteger a los clientes y acreedores exigiendo a las sociedades de valores que mantengan activos líquidos suficientes para permitir la autoliquidación ordenada de sociedades de valores que atraviesen por dificultades financieras. El otro enfoque principal se integró en la Directiva sobre suficiencia del capital de la UE, que se basa en la modificación del Acuerdo de Capital de Basilea, para incorporar los riesgos de mercado³¹⁸. Este enfoque hace hincapié en garantizar la solvencia de las empresas

³¹⁸ Consúltense la Directiva 2006/49 sobre la adecuación del capital de las empresas de inversión y las entidades

atendiendo a su capital. Ambos enfoques difieren un poco en sus objetivos, pero sus efectos prácticos se solapan en gran medida. Es posible que haya otros enfoques equivalentes que aborden las normas de actuación de los Principios, por ejemplo, en relación a los asesores de inversiones,³¹⁹ y también puede haber otros enfoques equivalentes en diversos países. En este último caso, los evaluadores deben considerar si las normas de ese país en particular cumplen los principios de suficiencia de capital publicados por IOSCO.³²⁰

También hay diferentes enfoques para evaluar los riesgos que las entidades asociadas plantean a los intermediarios de mercado. Uno de los enfoques (utilizado en Estados Unidos) es exigir a la entidad regulada, la sociedad de valores inscrita, que proporcione al regulador una extensa información para la "evaluación de riesgos" relativa a sus asociadas importantes. Algunas otras jurisdicciones tienen autoridad regulatoria sobre dichas asociadas y pueden exigir a las asociadas que les proporcionen información directamente.

La UE exige, por lo general, a las sociedades de valores que proporcionen información sobre su suficiencia de capital en base consolidada, también que cumplan unos requerimientos de capital a nivel tanto del grupo consolidado como de las entidades reguladas individuales. Los criterios de evaluación reconocen que pueden emplearse otros enfoques.³²¹

Algunos intermediarios de mercado actúan de tal manera que su actividad es de menor riesgo. Cuando el intermediario de mercado no maneje el dinero del cliente directamente, es un inter-dealer bróker que no pone el capital en riesgo o que opera con un libro de órdenes casadas,³²² puede ser conveniente establecer requerimientos de capital a un nivel más bajo que el nivel aplicable a los intermediarios de mercado que mantienen los activos de los clientes o toman posiciones como mandantes por cuenta propia.

Los requisitos de suficiencia de capital pueden referirse explícitamente a un riesgo en particular, aunque sean fijados en un nivel que, en la práctica, abarque también otros riesgos. El evaluador debe indagar sobre el método de determinación del capital mínimo que se utiliza y sobre los tipos de intermediarios de mercado en la jurisdicción a los que se les aplica, teniendo en cuenta que los Principios permiten más de un método o técnica de cálculo del capital, o de los requerimientos de capital.³²³

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

de crédito (refundición), y la Directiva 2006/48, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición).

³¹⁹ Principio 29, Tema Clave 8, infra, en relación con los asesores de inversiones.

³²⁰ Consúltese *Capital Adequacy Standards for Securities Firms*, Informe de IOSCO, octubre de 1989, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD1.pdf>. Para una guía adicional, consúltese *Guidance to Emerging Market Regulators regarding Capital Adequacy Requirements for Financial Intermediaries*, Informe del Comité de Mercados Emergentes de IOSCO, diciembre de 2006, páginas 24 y 25, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD230.pdf>.

³²¹ Consúltese *Trends in Risk Integration and Aggregation*, Informe del Foro Conjunto, agosto de 2003; disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD149.pdf>; y *Operational Risk Transfer Across Financial Sectors*, Informe del Foro Conjunto, agosto de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD148.pdf>.

³²² Téngase en cuenta que esto no incluye los intermediarios de mercado que tomen posiciones por cuenta propia.

³²³ Para una información más detallada sobre los riesgos especificados, *Methodologies for Determining Minimum Capital Standards for Internationally Active Securities Firms Which Permit the Use of Models Under Prescribed Conditions*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD77.pdf>.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 10.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 6 y 9(b) y 10.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2, 3, 4, 5, 7, 8(a), 8(b) y 9(a).

Principio 31 **Se debe requerir que los intermediarios de mercado tengan que establecer una función interna que se encargue del cumplimiento de las normas de organización interna y de comportamiento operativo, con el fin de proteger los intereses de los clientes y sus activos y de garantizar una adecuada gestión del riesgo, a través de la cual la Dirección del intermediario asuma la responsabilidad principal de estas cuestiones.**

Los intermediarios de mercado deben llevar a cabo sus negocios de una forma que proteja los intereses de sus clientes y sus activos y ayude a preservar la integridad del mercado.³²⁴

La regulación debe exigir a los intermediarios de mercado que tengan establecidas las oportunas políticas, así como los procedimientos internos para el cumplimiento de la legislación de valores, disponer de una adecuada organización interna y de sistemas de gestión de riesgos apropiados. No debe esperarse que la regulación elimine el riesgo del mercado, sino que tal regulación debe aspirar a garantizar que haya una correcta gestión de ese riesgo.

Pueden darse casos de infracción operativa pese a la existencia de procedimientos internos diseñados para impedir conductas indebidas o negligencias. No es factible que el regulador supervise a diario el respeto de esos procedimientos internos. Esta es la principal responsabilidad de la Dirección del intermediario de mercado. Los miembros de la Dirección deben garantizar que son capaces de delegar esa responsabilidad.

Temas Clave

Dirección y supervisión

1. La Dirección de un intermediario de mercado debe asumir la responsabilidad primaria de asegurar el mantenimiento de unas normas de conducta adecuadas y el cumplimiento de los procedimientos adecuados en toda la empresa. Esto incluye asegurarse de que la empresa esté estructurada adecuadamente y disponga de una estructura y unos controles internos suficientes, dado el tipo de actividad a la que se dedica, incluyendo cualesquiera actividades que se hayan externalizado,³²⁵ para garantizar la protección de los inversionistas y la gestión de riesgos.

³²⁴ Consúltese *Resolution on Rules of Ethics of Intermediaries*, Resolución del Comité de Presidentes de IOSCO, septiembre de 1989, disponible en <http://www.iosco.org/library/resolutions/pdf/IOSCORES43.pdf>. Consúltese también *International Conduct of Business Principles*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 1990, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD8.pdf>; y *Securities Activity on the Internet*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1998 (y, en particular, las Recomendaciones Clave 8 - 11 y texto), disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>; *Report on Securities Activity on the Internet III*, Informe de IOSCO, octubre de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD159.pdf>; *Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*, Informe de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD167.pdf>; y *Initiatives by the BCBS, IAIS and IOSCO to Combat Money Laundering and the Financing of Terrorism*, Informe del Foro Conjunto, junio de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD146.pdf>.

³²⁵ Véanse *Principles on Outsourcing of Financial Services for Market Intermediaries*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD187.pdf>; *Operational and Financial Risk Management Control Mechanisms for Over-the-Counter Derivatives Activities of Regulated Securities Firms*, Informe de IOSCO, julio de 1994, disponible en

- (a) La Dirección debe garantizar el cumplimiento diario de los procedimientos internos. Deben comprender la naturaleza de la actividad de la empresa, sus procedimientos de control interno, su entorno, sus políticas en materia de asunción de riesgo, y entender claramente el alcance de su propia autoridad y responsabilidades.
 - (b) Toda la información pertinente acerca de la empresa debe ser:
 - (i) Oportuna.
 - (ii) De fácil acceso;
 - (iii) Comunicada periódicamente a la Dirección,
 y dicha información deberá estar sujeta a procedimientos destinados a mantener su seguridad, disponibilidad, fiabilidad e integridad.
2. La evaluación periódica de los procesos de gestión de riesgos en el seno de una entidad regulada es necesaria y debe correr a cargo de alguien con suficiente autonomía para no poner en peligro la evaluación. Puede recurrirse a SROs y a terceros, como los auditores de cuentas externos, para facilitar este proceso.

*Requisitos organizativos*³²⁶

- 3. Los intermediarios de mercado deben tener establecidos sistemas, o procesos, que traten de asegurar que cumplen todas las disposiciones legales y reglamentarias aplicables y de reducir su riesgo de sanciones legales o regulatorias, pérdidas financieras o daños para su reputación.
- 4. Los pormenores de la oportuna organización interna de una empresa, incluida las funciones de la gestión de riesgos, la auditoría interna así como del cumplimiento normativo; variará en función del tamaño de la empresa, la naturaleza de su negocio y los riesgos que asume. También debe ponerse a disposición del regulador, previa solicitud, información sobre la organización interna de la empresa. En lo que respecta a la organización interna de un intermediario de mercado, el marco normativo debe exigir que se tenga en cuenta lo siguiente:
 - (a) El cumplimiento de todos los requisitos legales y reguladores aplicables, así como de las propias políticas y los procedimientos internos de la empresa, debe ser vigilado, si procede, por una función de cumplimiento normativo separada³²⁷, que dependa directamente de la alta dirección en una estructura que la haga independiente de las divisiones operativas.³²⁸

<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD35.pdf>.

³²⁶ Consúltese *Compliance Function at Market Intermediaries*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2006, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf>.

³²⁷ La expresión "función de cumplimiento normativo" se utiliza como expresión genérica para referirse a la gama de funciones y responsabilidades para desarrollar actividades y responsabilidades de cumplimiento normativo específicas. Esta expresión no pretende describir una estructura de organización particular, reconociendo la diversidad de tamaño y el tipo de empresas de valores. Consúltese *Compliance Function at Market Intermediaries*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2006, pág. 7, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf>.

³²⁸ En las empresas más pequeñas, es posible que se produzca un sobreposición entre la alta dirección que negocia, o presta asesoramiento, y la función de cumplimiento normativo. En tal caso, son necesarios procedimientos para evitar conflictos de intereses u otros problemas relacionados con el ejercicio de sus responsabilidades en materia de cumplimiento normativo". Consúltese el informe de IOSCO *Compliance*

- (b) El mantenimiento de las políticas, procedimientos y controles operativos eficaces en relación con la actividad cotidiana de la empresa, incluyendo:
 - (i) Políticas claras que abarquen la gestión de riesgos y los controles internos aplicables a la negociación por cuenta propia; y
 - (ii) Procedimientos que traten de garantizar la integridad, la seguridad, la disponibilidad, la fiabilidad y el rigor de toda la información, la continuidad del negocio, así como los procedimientos de externalización de funciones.³²⁹
 - (c) Evaluación de la "eficacia" de esos procedimientos y los controles operativos a la luz de si sirven razonablemente para asegurar:
 - (i) La integridad de las prácticas de contratación de la empresa, incluido el trato a todos los clientes de una manera imparcial, honesta y profesional.
 - (ii) La adecuada separación de funciones y responsabilidades clave; en particular las obligaciones y funciones que, cuando las desempeña la misma persona, pueden dar lugar a errores no detectados o pueden ser sensibles a abusos que expongan a la empresa o a sus clientes a riesgos indebidos.
 - (d) Abordar cualquier conflicto de intereses que surja entre sus intereses y los de sus clientes. Cuando surja la posibilidad de conflictos, un intermediario de mercado debe garantizar un trato imparcial a todos sus clientes, adoptando medidas razonables para gestionar el conflicto mediante medidas organizativas encaminadas a evitar un perjuicio a los intereses de sus clientes; tales como: normas internas, incluidas las normas de confidencialidad; la adecuada divulgación de información; o negarse a actuar cuando el conflicto no pueda resolverse.
5. Si se permitiese el DEA ("Acceso Electrónico Directo"), los intermediarios de mercado deben utilizar controles, incluidos controles automatizados previos a una operación, que pueden limitar o impedir que un cliente con DEA coloque una orden que sobrepase la posición o los límites de crédito actuales del intermediario de mercado.³³⁰

Protección de los clientes

6. En caso de que un intermediario de mercado tenga el control sobre o sea, de otro modo, responsable de los activos pertenecientes a un cliente que esté obligado a salvaguardar, debe llegar a unos acuerdos suficientes para salvaguardar los derechos de propiedad de los clientes (por ejemplo, separación e identificación de esos activos). Estas medidas

Function at Market Intermediaries, marzo de 2006, pág. 12. Los evaluadores deben reconocer la dificultad de conseguir la completa independencia de la función de cumplimiento normativo en las empresas más pequeñas.

(Consultarse el informe de IOSCO *Compliance Function at Market Intermediaries*, marzo de 2006.)

³²⁹ Estos procedimientos operativos podrían incluir una consideración del uso de los mecanismos de transferencia de riesgos (y las implicaciones de su uso para transformar o transferir riesgos). Consultarse *Outsourcing in Financial Services*, Informe del Foro Conjunto, febrero de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD184.pdf>.

³³⁰ Véase *Principles for Direct Electronic Access to Markets*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, agosto de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD332.pdf>.

están destinadas a: ofrecer protección contra malversaciones; facilitar el traspaso de posiciones en casos de grave interrupción de mercado; impedir el uso de los activos de los clientes para la negociación por cuenta propia o para la financiación de las actividades de un intermediario de mercado; y facilitar el cierre paulatino ordenado en caso de concurso de acreedores de un intermediario de mercado individual y la devolución de los activos de los clientes.

7. Los intermediarios de mercado deben disponer de un mecanismo eficiente y eficaz para dar respuesta a las quejas de los inversionistas.
8. En lo que respecta a la conducta de un intermediario de mercado con los clientes, los siguientes se considerarán componentes importantes:
 - (a) Al establecer una relación comercial con un cliente, un intermediario de mercado debe identificar y verificar la identidad del cliente utilizando datos fiables e independientes. Un intermediario de mercado también debe obtener la información suficiente para identificar a las personas que³³¹ o bien sean titulares efectivos de valores o los controlen y, en su caso, otras cuentas.³³² Los procedimientos para aplicar este requisito facilitarán la capacidad de un intermediario de mercado para atenuar el riesgo de estar implicados en un fraude, blanqueo de capitales o financiación del terrorismo.
 - (b) Un intermediario de mercado debe obtener y conservar de sus clientes cualquier información sobre sus circunstancias y objetivos de inversión que sea pertinente para los servicios que vayan a prestarse. Cuando las actividades de un intermediario de mercado se extiendan a prestar asesoramiento específico, tal asesoramiento debe prestarse sobre la base del conocimiento de las necesidades y circunstancias del cliente.³³³
 - (c) El cliente debe ser capaz de obtener un contrato de mandato o un contrato de cuenta por escrito; o un impreso por escrito de las condiciones generales y particulares de hacer negocios a través del intermediario de mercado.
 - (d) Los registros que contengan la información arriba citada deben conservarse durante un número razonable de años, de conformidad con las mejores prácticas, a fin de facilitar la protección de los inversionistas y el intercambio de información entre jurisdicciones.³³⁴ Si se permite a los intermediarios de mercado que recurran a terceros fiables para cumplir sus obligaciones frente a los clientes de acuerdo con estos Principios, los intermediarios de mercado seguirán siendo, no obstante, responsables del cumplimiento de dichas obligaciones. Deben establecerse políticas y procedimientos que garanticen la integridad, seguridad, disponibilidad, fiabilidad y rigor de toda la información, incluyendo la documentación y los datos almacenados electrónicamente, pertinentes para las actividades empresariales del intermediario de mercado.

³³¹ Por ejemplo, mediante la obtención del nombre y de la dirección del titular efectivo.

³³² Para una mayor aclaración de este requisito, consúltese el análisis con arreglo al Principio 2 (páginas 7-8) de *Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*, Informe de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD167.pdf>.

³³³ En este contexto, el principio del "deber de identificación del cliente" está relacionado con la idoneidad de las recomendaciones de inversión y las obligaciones de información. Debe distinguirse de las obligaciones relativas a identificación de clientes impuestas para evitar el blanqueo de capitales.

³³⁴ En *Principles on Client Identification and Beneficial Ownership for the Securities Industry*, Informe de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD167.pdf>.

- (e) Un intermediario de mercado debe revelar a un cliente o poner a su disposición información suficiente, de manera comprensible y oportuna, para que el cliente pueda tomar una decisión de inversión fundada. Puede ser necesario para la regulación exigir una determinada forma de revelación de información, en caso de que los productos conlleven un riesgo que el cliente minorista no advierta fácilmente. La selección y formación deben tratar de asegurar que el personal que preste asesoramiento de inversiones comprenda las características de los productos sobre los que asesore.
- (f) Un intermediario de mercado debe proporcionar rápidamente, y a intervalos apropiados, a cada cliente: un informe sobre el valor y la composición de la cuenta o la cartera de los clientes, incluido, en su caso, un estado de operaciones y saldos.
- (g) Un intermediario de mercado debe proporcionar a cada cliente información sobre tarifas y comisiones.
- (h) Un intermediario de mercado debe actuar: con el debido cuidado y diligencia en defensa de los mejores intereses de sus clientes, y proteger sus activos, de manera que ayude a preservar la integridad del mercado.
- (i) El regulador debe ser capaz de demostrar que ha establecido un programa de supervisión que incluya los procesos internos, el personal cualificado y experimentado y otros recursos, y que vigile el cumplimiento por los intermediarios de mercado de estos requisitos.

Cuestiones Clave

Dirección y supervisión

1. En lo que respecta a la organización interna de un intermediario de mercado, ¿exige el marco normativo tener en cuenta lo siguiente:
 - (a) Una adecuada estructura de gestión y organizativa, incluida en relación con las actividades que se hayan externalizado?³³⁵
 - (b) Controles internos adecuados?³³⁶
 - (c) Una Dirección que tiene la obligación de asumir la responsabilidad primaria de garantizar el mantenimiento de normas de conducta apropiadas y el cumplimiento de procedimientos adecuados por toda la empresa?
2. ¿Exige el marco normativo que los intermediarios de mercado: proporcionen toda la información pertinente acerca del negocio de una manera oportuna y fácilmente accesible, e informen periódicamente a la Dirección? ¿Está sujeta esa información a procedimientos destinados a mantener su seguridad, disponibilidad, fiabilidad e integridad?

³³⁵ Véanse *Principles on Outsourcing of Financial Services for Market Intermediaries*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD187.pdf>.

³³⁶ La noción de adecuado debe tener en cuenta el tamaño de la empresa, la naturaleza de su negocio y los tipos y la cuantía de los riesgos que asume.

3. ¿Exige el marco normativo que un intermediario de mercado esté sujeto a una evaluación periódica objetiva de³³⁷ sus controles internos y procesos de gestión de riesgos?

Requisitos organizativos

4. ¿Incluye el marco normativo la evaluación de la función del cumplimiento normativo de un intermediario de mercado, teniendo en cuenta el tamaño y negocio del intermediario de mercado? ¿Adopta el regulador medidas cuando tiene conocimiento de deficiencias para exigir a los intermediarios de mercado que mejoren su función de cumplimiento normativo?
5. ¿Exige el marco normativo necesario que un intermediario de mercado establezca y mantenga sistemas adecuados de protección del cliente, gestión de riesgos, controles internos y operativos; incluyendo políticas, procedimientos y controles relativos a todos los aspectos de su actividad cotidiana, pensados razonablemente para garantizar:
- (a) La integridad de las prácticas de contratación de la empresa, incluyendo el trato de todos los clientes de una manera imparcial, honesta y profesional?
 - (b) La adecuada separación de obligaciones y funciones clave, en particular las obligaciones y funciones que, cuando las desempeñe la misma persona, puedan dar lugar a errores no detectados o puedan ser sensibles a abusos, que expongan a la empresa o a sus clientes a riesgos indebidos?
6. Teniendo en cuenta el Principio 8, ¿exige el marco normativo a un intermediario de mercado:³³⁸
- (a) Que se esfuerce por dar respuesta a un conflicto de intereses entre sus intereses y los de sus clientes, o entre sus clientes?
 - (b) En caso de que surja la posibilidad de conflictos:
 - (i) Que tenga establecidos mecanismos para gestionar conflictos de intereses, que traten de asegurar un proceso de toma de decisiones imparcial y un trato equitativo de todos sus clientes; y
 - (ii) Que estudie nuevas medidas si los mecanismos indicados en el apartado (a) resultan ser insuficientes, lo que puede incluir la revelación del conflicto, las normas internas de confidencialidad, negándose a actuar cuando no pueda resolverse un conflicto?
7. Si se permite el DEA, ¿exige el marco normativo a los intermediarios de mercado que utilicen controles, incluyendo controles previos a la operación automatizados, que puedan limitar o impedir a un cliente con DEA coloque una orden que sobrepase la posición o los límites de crédito actuales del intermediario de mercado?³³⁹

Protección de los clientes

³³⁷ Esta evaluación debe realizarla alguien con suficiente autonomía como para no poner en peligro la evaluación.

³³⁸ *Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD257.pdf>.

³³⁹ Véase *Principles for Direct Electronic Access to Markets*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, agosto de 2010, pág. 20, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD332.pdf>.

8. Si un intermediario de mercado tiene el control sobre o es, de otro modo, responsable de los activos pertenecientes a un cliente que esté obligado a salvaguardar, ¿hay regulaciones que exijan una protección adecuada para ellos (por ejemplo, la separación e identificación de esos activos) por el intermediario de mercado? ¿Facilitan estas medidas el traspaso de posiciones y el cierre paulatino ordenado en caso de insolvencia financiera y la devolución de los activos de los clientes?
9. ¿Exige el marco normativo a los intermediarios de mercado que establezcan un mecanismo eficiente y eficaz para responder a las quejas de los inversionistas?
10. ¿Exige el marco normativo a los intermediarios de mercado que identifiquen y verifiquen si la identidad del cliente utilizando datos fiables e independientes, incluso de las personas que sean los titulares efectivos o controlen los valores?
11. ¿Exige el marco normativo a los intermediarios de mercado que obtengan y conserven la información de un cliente sobre sus circunstancias y objetivos de inversión pertinentes para los servicios que vayan a prestarse?
12. ¿Exige el marco normativo a un intermediario de mercado que "conozca a su cliente" antes de prestar asesoramiento específico a un cliente?
13. ¿Exige el marco normativo a los intermediarios de mercado que mantengan registros que contengan la información arriba citada durante un número razonable de años?³⁴⁰ ¿Se exige al intermediario de mercado que mantenga esos libros y registros de manera que permita al supervisor ser capaz de encontrar todos los hechos pertinentes relativos a una determinada operación?
14. ¿Exige el marco normativo a los intermediarios de mercado que proporcionen al cliente un contrato de mandato o un contrato de cuenta por escrito, o un impreso por escrito de las condiciones generales y particulares de hacer negocios a través del intermediario de mercado?
15. ¿Exige el marco normativo a un intermediario de mercado que revele o ponga a disposición de su cliente información de manera que el cliente pueda tomar una decisión de inversión fundada?
16. ¿Exige el marco normativo a los intermediarios de mercado que proporcionen a un cliente extractos de cuenta por lo menos una vez al año?
17. ¿Exige el marco normativo a los intermediarios de mercado que proporcionen a un cliente información sobre las tarifas y comisiones asociadas a las operaciones de los clientes?
18. ¿Exige el marco normativo a los intermediarios de mercado que actúen: con el debido cuidado y diligencia en defensa de los mejores intereses de sus clientes y de sus activos, y de una manera que contribuya a preservar la integridad del mercado?
19. ¿Puede el regulador demostrar que tiene establecido un programa de supervisión, incluyendo procesos internos que traten de controlar el cumplimiento por los intermediarios de mercado de estos requisitos?

Notas explicativas

³⁴⁰ *Compliance Function at Market Intermediaries*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2006, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD214.pdf>.

El trato de los activos de los clientes también puede ser pertinente para la suficiencia de capital, tal como se analiza en el Principio 30.

Lo que constituye una adecuada divulgación de información por parte de un intermediario de mercado puede depender del tipo de servicios que se ofrezcan. Por ejemplo, la información requerida de una entidad que simplemente acepte una orden, sería diferente de la que se exigiría a una agencia de valores con una gama completo de servicios, que también preste asesoramiento de inversiones.

La Cuestión Clave 19 no debe interpretarse en el sentido de que impone o requiere un deber fiduciario a todos los participantes en los mercados al operar con sus clientes.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 9.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 3, 5(a), 5(b), 6(a) ó (b), 7 (si procede), 9, 10, 12, 14 y 15.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b), 1(c), 2, 4, 8, 11, 13, 16, 17, 18, 19.

Principio 32 **Deben existir procedimientos para actuar en respuesta a la quiebra de un intermediario de mercado con el fin de reducir al mínimo los daños y las pérdidas para los inversionistas y de contener el riesgo sistémico.**

La quiebra de un intermediario de mercado puede repercutir negativamente en los clientes, y contrapartes, y puede tener consecuencias sistémicas. El regulador debe tener establecido un plan claro y flexible para hacer frente a la eventualidad de una quiebra por intermediarios de mercado.

Temas Clave

1. El regulador debe tener un plan claro para hacer frente a la eventualidad de una quiebra por intermediarios de mercado. Las circunstancias de una quiebra económica son impredecibles, por lo que el plan debe ser flexible.
2. El regulador debe intentar minimizar los daños y pérdidas para los inversionistas, así como para el funcionamiento del sistema financiero provocados por la quiebra de un intermediario de mercado. Una combinación de actuaciones puede ser necesaria para:
 - (a) Prohibir y/o limitar una conducta;
 - (b) Tratar de asegurar que los activos sean gestionados correctamente; y
 - (c) Proporcionar información al mercado.
3. Dependiendo del modelo regulador de los bancos nacionales vigente, puede que también sea necesario cooperar con reguladores bancarios y, si lo exigen los acuerdos nacionales, con las autoridades que se refieren a la normatividad y trato jurídico. Como mínimo, el regulador debe tener identificadas a las personas de contacto de otras autoridades competentes de los mercados domésticos y extranjeros.³⁴¹
4. El regulador debe tener establecido un mecanismo, o sistema de control, para determinar el posible impacto sistémico de la quiebra de un intermediario de mercado en un plazo muy corto.

Cuestiones Clave

1. ¿Tiene el regulador planes claros para hacer frente a la eventualidad de la quiebra de una empresa, incluyendo una combinación de actividades: prohibir una conducta, asegurar que los activos se gestionen correctamente; y proporcionar información al mercado, según sea necesario?
2. ¿Hay establecidos sistemas de alerta temprana, u otros mecanismos, para notificar al regulador un posible incumplimiento por parte de un intermediario de mercado, así como el momento de abordar el problema y tomar medidas correctoras?
3. ¿Está facultado el regulador para adoptar las medidas oportunas: en particular, puede:

³⁴¹ Consúltense *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 1996, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD49.pdf>.

- (a) Restringir las actividades del intermediario de mercado con vistas a minimizar el daño y la pérdida para los inversionistas?
 - (b) Exigir al intermediario de mercado que adopte medidas concretas, por ejemplo: traspasar las cuentas de los clientes a otro intermediario de mercado?
 - (c) Solicitar el nombramiento de un supervisor, síndico, guardian u otro administrador o, en ausencia de tal facultad, puede el regulador solicitar a las autoridades competentes que tomen posesión o el control de los activos mantenidos por el intermediario de mercado; o por un tercero en nombre del intermediario de mercado?
 - (d) Aplicar otras medidas a su alcance destinadas a reducir al mínimo el riesgo del cliente, de contraparte y sistémico en caso de quiebra del intermediario de mercado, como planes de seguros para clientes y de pagos o fondos de garantía?
4. ¿Puede el regulador demostrar que tiene la facultad y capacidad práctica para adoptar estas medidas contra un intermediario de mercado?
5. ¿Incluyen los procesos y procedimientos del regulador para afrontar perturbaciones financieras la comunicación y cooperación con otros reguladores, tanto nacionales como, en su caso, extranjeros; y hay evidencias de que existan acuerdos con personas de contacto y de que tiene lugar tal cooperación?

Notas explicativas

A la hora de evaluar la idoneidad del régimen regulador para proteger los activos de los clientes en poder de los intermediarios de mercado quebrados o que vayan a quebrar, es conveniente considerar, además de tener en cuenta la idoneidad de las regulaciones de capital y de otras regulaciones prudenciales, la idoneidad, en su caso, de los acuerdos de separación. También es conveniente tener en cuenta la disponibilidad e idoneidad de los planes de seguros, y/o indemnización, diseñados para proteger los fondos y los valores de los clientes en caso de concurso de acreedores de un intermediario de mercado, así como los planes de garantía de pagos u otros acuerdos que minimicen el riesgo de contraparte y sistémico.

El evaluador debe indicar qué combinación de acuerdos está disponible y cómo están diseñados para atenuar el riesgo.

Las evaluaciones del Principio 32 deben ser coherentes con los resultados de la evaluación del Principio 6, sobre el riesgo sistémico y con los resultados relacionados con las prácticas de gestión del riesgo en virtud de los Principios 29 y 30.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 3(d).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 3(b), 3(c) y 3(d).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2, 3(a), 4 y 5.

I. PRINCIPIOS RELATIVOS A LOS MERCADOS SECUNDARIOS

1. *Preámbulo*

Los reguladores en todas las jurisdicciones reconocen que los inversionistas quieren unos mercados secundarios que sean justos, eficientes y transparentes. Los Principios enunciados en esta sección están destinados a promover el cumplimiento de estos objetivos.³⁴² La justicia de los mercados está estrechamente vinculada a la protección de los inversionistas y a la prevención de prácticas de negociación irregulares.

En los Principios 33 a 37, el término "mercado" debe ser entendido en su sentido más amplio; incluida cualquier plataforma utilizada para negociar con acciones y valores de deuda, opciones y productos derivados. Además de las tradicionales bolsas organizadas, debe entenderse que los mercados secundarios incluyen diversas formas de sistemas de mercado de negociación extrabursátil. Estos sistemas incluyen los sistemas alternativos de negociación (ATSs), las plataformas de negociación multilateral (MTF, ambos por sus siglas en inglés) y los sistemas "propios" desarrollados por intermediarios, que normalmente ofrecen sus servicios a otras agencias de valores, bancos e inversionistas institucionales/minoristas que cumplan los criterios de solvencia del operador. Cada vez más, los productos que tradicionalmente se han negociado a través de operaciones privadas extrabursátiles (OTC, por sus siglas en inglés) están migrando a las plataformas de negociación electrónica. En el momento de la revisión actual de la Metodología, IOSCO había comenzado a trabajar en los derivados OTC.³⁴³ Es probable que este trabajo requiera más modificaciones de la Metodología.

No obstante el significado en sentido amplio del término "mercados", la presente Metodología se dirige, a efectos de una evaluación, a temas que hayan sido abordados por los informes de IOSCO. Las bolsas autorizadas y los sistemas de negociación regulados, es decir, los sistemas de mercado que reúnen a múltiples compradores y vendedores de una manera que conduzca a operaciones completadas, son el principal foco de atención de esta evaluación.

La regulación adecuada de un determinado mercado secundario dependerá de la naturaleza del mercado, sus productos y sus participantes. La regulación precisará, cada vez, más tener en cuenta la creciente internacionalización de la negociación, así como las consecuencias de los avances tecnológicos en los mercados y su infraestructura.

El funcionamiento de algunas bolsas y sistemas de negociación lo llevan a cabo los propios mercados y sistemas. En otros casos, corre a cargo de una entidad independiente que actúa como operador. En esta sección, las expresiones "bolsa autorizada" y "sistema de negociación regulado" deben entenderse en el sentido de que incluyen estos dos tipos de bolsas, así como los sistemas de negociación.³⁴⁴

El nivel de regulación dependerá de las características del mercado de que se trate, en particular: la estructura del mercado y la sofisticación de sus participantes; los derechos de acceso; los tipos de productos negociados; el grado de integración con otros mercados; la magnitud de la actividad transfronteriza; el impacto de los avances tecnológicos; y la

³⁴² *Supervisory Framework for Markets*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 1999, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD90.pdf>.

³⁴³ Consúltese *Report on Trading of OTC Derivatives*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2011, disponible en <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD345.pdf>.

³⁴⁴ Las menciones a "operador" en este capítulo deben entenderse en el sentido de que incluyen la bolsa autorizada o el sistema de negociación regulado, y viceversa.

capacidad de los operadores para desempeñar cualquier función autorreguladora y de gestión de riesgos en virtud de las facultades y atribuciones otorgadas por ley.

Dado que la regulación puede diferir según la estructura del mercado, el participante en el mercado o el producto, la información sobre estas diferencias y las razones de esas diferencias es un componente importante de cualquier evaluación. Por ejemplo, los Principios no especifican metodologías regulatorias concretas. En la mayoría de los casos, los Principios pueden aplicarse mediante legislación, normas administrativas, dictámenes, directrices o procedimientos normas del mercado; principios de equidad en las operaciones o mejores prácticas, o códigos de conducta en el mercado profesionales; convenios de mercado pactados o, en el caso de los mercados electrónicos, pueden integrarse en el algoritmo, en el bien entendido, no obstante, que cualquiera que sea el método de aplicación elegido sea exigible en la medida en que sea necesario para lograr sus objetivos y tenga en cuenta la Referencia.

En consecuencia, para evaluar de forma precisa la estructura regulatoria, los evaluadores deben entender la estructura del mercado, incluyendo los acuerdos de compensación y liquidación, los tipos de participantes y las conexiones internacionales (tanto extranjeras como nacionales). En la Introducción de esta Metodología de Evaluación se proporciona orientación adicional en relación con el efecto de la estructura del mercado sobre el enfoque para llevar a cabo una evaluación.

Los Principios también reconocen que "en algunos casos será conveniente que un sistema de negociación debe estar, en gran medida, exento de una regulación directa...", aunque requerirá la aprobación del regulador correspondiente una vez que éste considere debidamente el tipo de aprobación (o de exención) necesaria.³⁴⁵ En este caso, los criterios deben ser transparentes, accesibles y aplicados de manera coherente.³⁴⁶ El efecto de las exenciones en el mercado y el público puede ser pertinente para las investigaciones sobre el "perímetro de regulación" con arreglo al Principio 7.

Además, en muchas jurisdicciones, el proceso de autorización, o de reconocimiento, así como los correspondientes requisitos para los sistemas electrónicos de negociación promovidos por operadores extranjeros pueden diferir del proceso aplicado a los sistemas completamente nacionales.³⁴⁷ Del mismo modo, algunas jurisdicciones pueden proporcionar niveles escalonados de regulación de los mercados, en función del tipo de producto negociado y de la sofisticación de los participantes. Otras jurisdicciones incluso regulan los sistemas alternativos de negociación como las agencias de valores y aplican una regulación coherente con la de los intermediarios de mercado prevista en estos Principios, junto con determinadas normas sobre transparencia, tráfico de información privilegiada y prohibiciones del uso abusivo del mercado. Esa flexibilidad en la regulación es coherente con los Principios. Las diferencias relacionadas con el tipo de servicio prestado, producto negociado y los participantes en los

³⁴⁵ Consúltese *Supervisory Framework for Markets*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 1999, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD90.pdf>.

³⁴⁶ Por ejemplo, puede ser pertinente la exención de algunos de los requisitos para los sistemas de negociación con reducidos volúmenes de negociación. Además, en muchas jurisdicciones, los mercados de negociación de la deuda soberana (y, en algunos casos, la deuda subsoberana) no están sometidos a regulación, o están sujetos a una regulación más limitada, que los mercados de negociación de valores empresariales.

³⁴⁷ Sin embargo, no debe haber barreras innecesarias a la entrada y salida de los mercados y de los productos. En algunos casos, éstas pueden ser causadas por leyes no sujetas al control de los reguladores, como la legislación fiscal u otras leyes generales. Consúltese el Anexo I. Por ejemplo, los criterios de acceso pueden estar basados, en cambio, en el reconocimiento mutuo, en la divulgación de información adicional o en otros requisitos.

mercados son criterios generalmente aceptados para trazar las oportunas distinciones regulatorias.³⁴⁸

La confianza en el estado de derecho, la fuerza ejecutiva de los contratos, la idoneidad del derecho mercantil y concursal son fundamentales para la regulación eficaz de los mercados secundarios; de modo que en caso de existir brechas éstas deben ser identificadas en la evaluación.³⁴⁹

2. *Ámbito de aplicación*

Los Principios 33 a 38 examinan la manera en que la estructura regulatoria general de una jurisdicción garantiza la integridad de los mercados regulados.

Los Principios 33 y 34 examinan los requisitos generales para la autorización de las bolsas y los sistemas de negociación, así como su supervisión permanente. En concreto, el Principio 33 examina los criterios que hay que cumplir cuando una bolsa o un sistema de negociación reciban la autorización *inicial* en una jurisdicción. Por otra parte, el Principio 34 examina los procedimientos mediante los cuales el regulador se cerciora del *cumplimiento continuado* por una bolsa autorizada, o por un sistema de negociación regulado, de las condiciones pertinentes que se consideran necesarias como requisitos previos a la autorización.

Los Principios 35, 36 y 37 se centran en los objetivos reguladores específicos que tienen por objeto promover la integridad del mercado. El Principio 35 fija su atención en la medida en que la estructura regulatoria promueve la transparencia (definida en términos de disponibilidad de información, antes y después de las operaciones). El Principio 36 se centra en las normas y mecanismos que prohíben, detectan e impiden manipulaciones, conductas fraudulentas y engañosas, u otros usos abusivos del mercado. Finalmente, el Principio 37 se concentra en los mecanismos establecidos para garantizar la correcta gestión de los grandes riesgos, los incumplimientos y las interrupciones de mercado. El Principio 37 también aborda la necesidad de requisitos regulatorios para las ventas en corto (en descubierto) en los mercados de valores de renta variable.

El Principio 38 deja claro que, debido a la posibilidad de perturbaciones en los mercados de valores, así como de derivados, en los sistemas de pagos y liquidación, tanto nacionales como extranjeros; los sistemas de liquidación de valores y las contrapartes centrales de valores contrapartes centrales de valores deben estar sujetas a una regulación y supervisión eficaces para asegurar que sean justos, eficaces y eficientes y que reduzcan el riesgo sistémico.

³⁴⁸ *Supervisory Framework for Markets*, supra, Sección IV. A., Sistemas alternativos de negociación.

³⁴⁹ Anexo 1.

3. Principios 33 a 37

Principio 33 El establecimiento de los sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, debe estar sujeto a la autorización y la supervisión regulatorias.

La autorización por el regulador de las bolsas y los sistemas de negociación, incluyendo la revisión y aprobación de las normas de negociación, ayuda a garantizar unos mercados justos y ordenados.³⁵⁰ La justicia de los mercados está estrechamente ligada a la protección de los inversionistas y, en particular, a la prevención de prácticas de negociación irregulares.

La regulación debe tratar de garantizar que se ofrezca a los inversionistas un acceso equitativo a las plataformas de mercado de una manera no discriminatoria. La regulación debe promover unas prácticas y estructuras de mercado que aseguren un tratamiento equitativo de las órdenes y un proceso de formación de precios fiable. Esto incluye el requisito de un sistema adecuado de información posterior a la operación, que proporcione al público, de manera rápida, información sobre los precios a los que se ejecutaron las operaciones.

Temas Clave

Criterios de autorización

Bolsas o sistemas de negociación sujetos a regulación

1. La regulación debe prever la evaluación de la corrección y competencia iniciales y continuas del operador de una bolsa o un sistema de negociación como un mercado secundario. El operador debe rendir cuentas al regulador y, cuando asuma el riesgo de actuar por cuenta propia, de liquidación, garantía, o ejecución, debe cumplir los requisitos prudenciales y de otro tipo diseñados para reducir el riesgo de no terminación de las operaciones.

Supervisión

2. El regulador debe evaluar la fiabilidad de todos los acuerdos alcanzados por el operador para controlar, vigilar y supervisar la bolsa o el sistema de negociación y sus miembros o participantes para garantizar la justicia, eficiencia, transparencia y protección de los inversionistas, así como el cumplimiento de la legislación de valores. Debe haber mecanismos para identificar y tratar condiciones de negociación desordenada, así como para asegurar una respuesta a la conducta infractora cuando sea detectada. Se debe proporcionar al regulador los detalles de los procedimientos de interrupción de la negociación, de otras limitaciones sobre la negociación, así como de

³⁵⁰ Los evaluadores deben consultar los siguientes informes de IOSCO para ponerse en antecedentes: *Report on Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems*, Informe de IOSCO, octubre de 1994, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD42.pdf>. Consúltese también *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 1990, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD6.pdf>. Consúltese también *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems for Derivatives Products - Reviews and Additions* Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2000, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD111.pdf>. Consúltese también *Securities Activity on the Internet*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD83.pdf>; y *Securities Activity on the Internet II*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2001, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD120.pdf>.

la asistencia a disposición del regulador en circunstancias donde se pueda dar una posible perturbación de la negociación en el mercado.

3. Cuando las funciones sean externalizadas, dicha externalización no niega la responsabilidad del mercado de externalización respecto a todas y cada una de las funciones que el mercado puede externalizar a un proveedor de servicios. El mercado de externalización debe mantener la competencia y capacidad para poder asegurarse de que cumple todos los requisitos regulatorios. En consecuencia, en lo que respecta a la externalización de las funciones regulatorias clave, los mercados deben considerar la manera y la posibilidad de que tales funciones puedan externalizarse. La externalización no debe permitirse si perjudica a la capacidad de la autoridad del mercado³⁵¹ para ejercer sus responsabilidades legales, tales como la adecuada supervisión y auditoría del mercado.³⁵²

Productos y participantes

4. El regulador debe, como mínimo, ser informado de los tipos de valores y productos que se vayan a negociar en la bolsa o en el sistema de negociación, y debe revisar/aprobar las normas por las que se rige la negociación del producto, en su caso. Al hacerlo, el mercado y/o el regulador deben:
 - (a) Considerar los principios de diseño del producto, en su caso, los requisitos de cotización y las condiciones de negociación.
 - (b) Asegurarse de que el acceso al sistema o a la bolsa es imparcial y objetivo; así como considerar los procedimientos y criterios de admisión relacionados.

Procedimientos de ejecución

5. Las normas de ejecución de órdenes, así como los eventuales procedimientos de cancelación, deben ser revelados al regulador y a los participantes en los mercados; al mismo tiempo, deben aplicarse de manera imparcial a todos los participantes. Los procedimientos de canalización de órdenes de la bolsa o del sistema de negociación también deben revelarse, con claridad, al regulador y a los participantes en los mercados, deben aplicarse de manera imparcial y deben ser acordes con la correspondiente regulación de los mercados de valores (p. ej., preferencia del cliente o prohibición de *front running* o colocación de órdenes anteponiendo los intereses propios a los de los clientes).³⁵³
6. La justicia de las diferencias de cadencia resultantes de las distintas opciones de conexión técnica y, en particular, de la co-ubicación de los sistemas de negociación algorítmica de alta velocidad adyacente a los servidores de la bolsa plantea importantes problemas técnicos y de integridad de los mercados.³⁵⁴ A la espera de la elaboración

³⁵¹ El término "autoridad del mercado" se utiliza en este contexto para referirse a la autoridad en una jurisdicción que ostente facultades legales o regulatorias con respecto al ejercicio de ciertas funciones regulatorias respecto a un mercado. La autoridad de mercado en cuestión puede ser un órgano regulador, una organización autorregulada y/o el propio mercado. *Principles on Outsourcing by Markets*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 2009, nota 2, pág. 3, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD299.pdf>.

³⁵² Véase *Principles on Outsourcing by Markets*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD299.pdf>.

³⁵³ No todas las jurisdicciones conceden a los mercados las obligaciones de una SRO. Las responsabilidades específicas de un mercado siempre serán definidas por las disposiciones legales y reglamentarias aplicables.

³⁵⁴ *Principles for Direct Electronic Access to Markets*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, agosto de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD332.pdf>.

de nuevos trabajos en esta materia, las Autoridades del Mercado deben tener en cuenta el enfoque expuesto en el documento de IOSCO *Principles for the Oversight of Screen-Based Trading Systems* (2000), que se centró en la igualdad de trato dentro de una determinada opción de conectividad, así como la divulgación de las diferencias en el tiempo de respuesta.

7. El acceso electrónico directo (DEA, por sus siglas en inglés) se refiere al proceso por el cual una persona transmite las órdenes por cuenta propia (es decir, sin ninguna manipulación o reentrada por otra persona) directamente al sistema de casado de órdenes del mercado para su ejecución.³⁵⁵
8. Un mercado no debe permitir el DEA, a menos que tenga establecidos sistemas y controles eficaces razonablemente diseñados para permitir la gestión de riesgo con respecto a una negociación imparcial y ordenada; en particular: unos controles automatizados anteriores a la operación que permitan a los intermediarios aplicar unos límites de negociación apropiados.³⁵⁶
9. Los mercados deben brindar a los intermediarios miembros acceso a la información (en tiempo real), antes y después de la operación, para permitir que estos intermediarios implanten una adecuada vigilancia y los oportunos controles de gestión del riesgo.³⁵⁷

Información sobre la negociación

10. La información sobre las operaciones finalizadas, la información sobre la negociación, así como las normas y los procedimientos operativos debe estar a disposición de todos los participantes en los mercados en una situación similar, al mismo tiempo, el regulador debe comprobar que se proporcione de forma equitativa.³⁵⁸
 - (a) Toda clasificación de los participantes, a los efectos de acceso a la información previa a la operación, debe hacerse siguiendo un criterio razonable.
 - (b) Cualquier acceso diferencial a esa información no debe perjudicar injustamente a las categorías específicas de participantes.
11. La documentación completa de la operación y la verificación retrospectiva de las operaciones deben estar a disposición del regulador.

Cuestiones Clave

Bolsas o sistemas de negociación sujetos a regulación

1. ¿Requiere autorización el establecimiento de una bolsa o sistema de negociación³⁵⁹?

³⁵⁵ Id. Apéndice 1 definición del DEA.

³⁵⁶ Id. P. 20, DEA Principio 6.

³⁵⁷ Id. P. 17 DEA Principio 5. Este Principio refleja el reconocimiento por el Comité Técnico de que, en el disperso mundo de la negociación electrónica, los intermediarios deben tener un acceso oportuno a la información antes, y después de la operación, a fin de facilitar el ejercicio de sus funciones tradicionales en materia de gestión de riesgos en el contexto del DEA.

³⁵⁸ Los participantes en los mercados incluyen no sólo a los miembros del mercado, sino también a los inversores en un sentido más amplio.

³⁵⁹ En la medida en que un sistema de negociación sea tratado como una agencia de valores, los requisitos aplicables en virtud de estos Principios serían los relacionados con los intermediarios de mercado, junto con cualesquiera requisitos de transparencia, tráfico de información privilegiada o uso abusivo del mercado.

2. ¿Hay criterios para la autorización³⁶⁰ de los operadores de una bolsa y sistema de negociación que:
 - (a) Requieran un análisis y autorización del mercado por una autoridad competente?
 - (b) Busquen pruebas de la competencia operativa o de otra clase del operador de una bolsa, o de un sistema de negociación, como un mercado secundario?
 - (c) Exijan al operador de una bolsa, o de un sistema de negociación, que asuma el riesgo de actuar por cuenta propia, de liquidación, garantía, o ejecución, debe cumplir los requisitos prudenciales, y de cualquier otro tipo, diseñados para reducir el riesgo de no terminación de las operaciones (p. ej., evaluación y cobro de las garantías obligatorias, los recursos de capital o financieros, las contribuciones de miembros, el fondo de garantía, los límites de crédito o de posición)?
 - (d) Permitan al regulador imponer condiciones permanentes (en su caso) sobre el operador de una bolsa autorizada, o de un sistema de negociación regulado, como por ejemplo la obligación de establecer: normas, políticas y procedimientos con el fin de evitar comportamientos fraudulentos; de tratar a todos los miembros o participantes de manera imparcial; y de tener la capacidad de cumplir las obligaciones del mercado y de la autoridad competente?³⁶¹

*Supervisión*³⁶²

3. ¿Exige la regulación una evaluación de:
 - (a) La fiabilidad de todos los acuerdos alcanzados por el operador para controlar, vigilar y supervisar una bolsa o un sistema de negociación, y a sus miembros o participantes, para garantizar la justicia, la eficiencia, la transparencia y la protección de los inversionistas; así como el cumplimiento de la legislación de valores? ¿Y de los procedimientos o acuerdos de solución de diferencias y de apelación del mercado, según corresponda: las normas y procedimientos de sus sistemas técnicos relacionados con las averías operativas; la información recogida en su sistema de mantenimiento de registros; los informes de presuntas infracciones de la ley; los acuerdos para el mantenimiento de los fondos y valores de los clientes, en su caso, así como información sobre cómo compensan y liquidan las operaciones?
 - (b) Los mecanismos que deban establecerse para poder identificar y tratar condiciones de negociación desordenadas, y para ocuparse de cualquier conducta infractora que sea detectada, incluidos los detalles de los procedimientos de interrupción de la negociación;³⁶³ otras limitaciones a la

³⁶⁰ El término "autorización" debe interpretarse en el sentido de que incluye "con licencia", "autoridad concedida para hacer negocios de inversión" o "reconocimiento".

³⁶¹ *Supervisory Framework for Markets*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 1999, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD90.pdf>, señala en la página 7: "A través del proceso de autorización, el regulador conserva una importante herramienta para hacer cumplir la ley: la capacidad de prohibir o imponer restricciones a las actividades." Esto está implícito en el concepto de "obligación de rendir cuentas".

³⁶² Id. Páginas 8 y 9.

³⁶³ Consúltense *Indexation: Securities Indices and Index Derivatives*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2003, págs. 28-29, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD143.pdf>. Podrá aplicarse una vigilancia más agresiva

negociación; y la ayuda a disposición del regulador, en circunstancias de una posible perturbación de la negociación en el sistema?

- (c) ¿Tienen la autoridad del mercado de que se trate (es decir, el regulador o la correspondiente SRO), el mercado de externalización y sus auditores de cuentas: acceso a los libros y registros de los proveedores de servicios relacionados con las actividades externalizadas de una bolsa; y la capacidad de obtener rápidamente, previa solicitud, otra información relativa a las actividades que sean pertinentes para la supervisión regulatoria?

Valores y participantes en los mercados

4. Con respecto a los valores y los participantes en los mercados:

- (a) ¿Se informa al regulador de los tipos de valores que vayan a negociarse y aprueba el regulador las normas por las que se rija la admisión de los valores a negociación o cotización?
- (b) En su caso, ¿tiene en cuenta el regulador, o el mercado, las condiciones de diseño de los productos³⁶⁴, y de negociación, a la hora de admitir un producto a negociación?
- (c) ¿Prevé el marco normativo un acceso equitativo³⁶⁵ a la bolsa, o al sistema de negociación, a través de la supervisión de las normas de participación relacionadas?

Justicia de los procedimientos de ejecución de órdenes

5. Con respecto a los procedimientos de ejecución de órdenes:

- (a) ¿Se informa con claridad a los reguladores, y a los participantes en los mercados, de los procedimientos de canalización de órdenes; se aplican tales procedimientos de una manera uniforme y no son incompatibles con la correspondiente regulación de los mercados de valores (p. ej., los requisitos

³⁶⁴ para complementar las características de diseño inherentes a los índices no diversificados... ". Los valores pueden estar sujetos a normas o requisitos de admisión a negociación pública. Consúltese *The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD85.pdf>. En el caso de los derivados, "Las normas de diseño de contratos para los mercados de derivados, deben ser consideradas un complemento de un adecuado sistema de vigilancia. En general, las normas de diseño de contratos tienen por finalidad garantizar que los contratos no sean fácilmente susceptibles de manipulación, que los mecanismos de entrega y/o liquidación sean fiables y (en el caso de los productos derivados), que los precios del subyacente, así como del derivado converjan al vencimiento y, en consecuencia, puedan cumplir una función válida de gestión de riesgos."

³⁶⁵ Por ejemplo, en lo que respecta al acceso a los sistemas electrónicos para productos derivados, las normas efectivamente garantizan que: el tiempo de respuesta sea equivalente para todos los participantes en el sistema; todos los usuarios del sistema en una situación similar tengan la misma capacidad para conectarse y para mantener la conexión al sistema; todos los "datos" equivalentes (por ejemplo, el volumen y tipo de orden) introducidos por los usuarios del sistema, sean tratados de manera imparcial y equitativa; y el acceso mediante enlaces o interfaces a otros sistemas (p. ej., sistemas de compensación, sistemas de canalización de órdenes, proveedores de cotizaciones) sean equitativos? Consúltese también el análisis del Principio 3 en *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 1990, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD6.pdf>. Estos son algunos ejemplos de "mejores prácticas" desarrolladas en el contexto de los sistemas de negociación regulados para productos derivados y no pretenden limitar o definir las prácticas de los sistemas de negociación regulados para otros productos relacionados con valores.

respecto a la preferencia de las órdenes de los clientes, así como la prohibición de *front running* o la colocación de órdenes anteponiendo los intereses propios a los de los clientes)?³⁶⁶

- (b) ¿Se revelan las normas de ejecución al regulador y a los participantes en los mercados, y se aplican tales normas uniformemente a todos los participantes?
- (c) En su caso, ¿revisa el regulador la justicia del algoritmo de casado o ejecución de órdenes de los sistemas automatizados de negociación?³⁶⁷
- (d) ¿Tienen todos los usuarios del sistema la misma oportunidad de conectarse y mantener la conexión al sistema de negociación electrónico, revela el operador del sistema las diferencias en los tiempos de respuesta de ejecución de órdenes?
- (e) ¿Hay establecidos sistemas y controles eficaces diseñados, de manera razonable, para permitir la gestión del riesgo con respecto a la negociación imparcial y ordenada; en particular: controles automatizados previos a las operaciones que permitan a los intermediarios aplicar unos límites de riesgo adecuados?

Información operativa

6. Con respecto a la información sobre la negociación:
- (a) ¿Tienen los participantes en los mercados en una situación similar un acceso equitativo a las normas del mercado y a los procedimientos operativos?
 - (b) ¿Hay disponibles registros adecuados (es decir, verificaciones retrospectivas) para reconstruir la actividad de negociación en un plazo razonable?
 - (c) ¿Es capaz el sistema de revelar los tipos de información que el propio sistema está diseñado para ofrecer; y viceversa, es capaz de proporcionar salvaguardias para preservar la confidencialidad de cualquier otra información, cuando dicha información no se pretenda divulgar?³⁶⁸
 - (d) ¿Ofrece el mercado a los intermediarios miembros acceso a la información oportuna antes y después de la operación (en tiempo real), para permitir a estos intermediarios aplicar adecuados controles de vigilancia y gestión de riesgos?

Notas explicativas

No todos los objetivos reguladores antes expuestos serían de aplicación, del mismo modo, a ATS, MTFs o a sistemas de negociación propios.³⁶⁹ Por ejemplo, algunas jurisdicciones utilizan una combinación de regulación de intermediarios y del mercado para los sistemas de negociación. Además, en algunas jurisdicciones, sólo las bolsas pueden tener normas relativas a la imposición de una disciplina a los miembros o participantes. Sin embargo, los

³⁶⁶ Los temas reguladores pueden depender de si las órdenes se transmiten a un mercado regulado organizado, o a otros sistemas regulados de casado y ejecución de operaciones. Consúltese también el análisis en los apartados 67-73 del *Report on Issues in the Regulation of Cross-Border Proprietary Screen-Based Trading Systems*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 1994, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD42.pdf>.

³⁶⁷ *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, supra.

³⁶⁸ Consúltese el análisis del Principio 2 en *Screen-Based Trading Systems for Derivative Products*, supra.

³⁶⁹ El grado en que una jurisdicción regula estos tipos de sistemas de negociación variará. No todas las jurisdicciones autorizan o regulan, de otro modo, los ATSs o los sistemas de negociación propios.

sistemas de negociación deben contar con mecanismos para garantizar el cumplimiento, por lo menos, de la legislación de valores.

El evaluador debe comprender la estructura regulatoria utilizada por la jurisdicción y aplicar los parámetros adecuados. Por ejemplo, cuando se utilicen combinaciones de programas reguladores, algunos sistemas de negociación pueden ser regulados con arreglo al los principios para intermediarios; con sujeción a unos adecuados acuerdos de transparencia y a unas prohibiciones del uso abusivo del mercado y a la vigilancia. Esta observación también es de aplicación a los Principios 34 y 35.

La disponibilidad de información sobre la negociación, en particular cuando se combina con la velocidad de la tecnología electrónica de negociación, y las mayores conexiones entre los mercados, tanto dentro de la jurisdicción del mercado como en otras jurisdicciones en las que los traders o los proveedores de información tengan acceso al mercado, pueden agravar las consecuencias para el mercado de las operaciones ejecutadas por error. Una evaluación del regulador sobre la fiabilidad de todos los acuerdos alcanzados por el operador para controlar, vigilar y supervisar una bolsa o un sistema de negociación debe incluir, entre otras cosas: un examen de la necesidad de que una bolsa o un sistema de negociación adopte políticas sobre operaciones ejecutadas por error.³⁷⁰

En términos más generales, la revisión por un regulador de una bolsa o de un sistema de negociación debe investigar cualquier vinculación o interconexión con otras plazas de negociación, tanto nacionales como de fuera de la jurisdicción.³⁷¹

El regulador puede reconocer una bolsa, o sistema de negociación establecido en otra jurisdicción, con base en la equivalencia o la comparabilidad de la regulación aplicable al mercado en su jurisdicción nacional coherente con estos Principios. En los casos de múltiples mercados, el evaluador tendrá que formarse un juicio acerca de los criterios aplicados por el regulador; para ello, ha de tener debidamente en cuenta el volumen de negociación y la facturación, así como la importancia relacionada del mercado.

³⁷⁰ *Policies on Error Trades*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2005, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD208.pdf>. En la Recomendación 7 se afirma que "los supervisores de los mercados deben apoyar la aplicación de políticas sobre operaciones ejecutadas por error que sean compatibles con... [el Informe]".

³⁷¹ Una variedad de informes de IOSCO han examinado las implicaciones de "vínculos" o "interconexiones" entre los sistemas de negociación y los productos, así como la necesidad de que los reguladores cooperen e intercambien información a fin de abordar estos efectos cruzados entre los mercados y las jurisdicciones. Consúltese, por ejemplo, *Principles Regarding Cross-Border Supervisory Cooperation*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD322.pdf>; *Multi-jurisdictional Information Sharing for Market Oversight*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, abril de 2007, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD248.pdf>; *Regulatory Issues Arising From Exchange Evolution*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2006, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD225.pdf>; *Report on Trading Halts and Market Closures*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD138.pdf>; *Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 1993, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD29.pdf>; *Coordination Between Cash and Derivative Markets*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 1992, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD22.pdf>. Véase, en general, la Recomendación 11 - riesgos en los enlaces entre CCV en *Recommendations for Central Counterparties*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO y del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación, noviembre de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176.pdf>. Consúltese también *Principles for Financial Market Infrastructures*, Informe de Consulta, Informe de IOSCO-CPSS, 2011 Marzo, apdos. 4.4.2 - 4.4.3, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD350.pdf>.

Los evaluadores deben considerar que un Principio *No es aplicable* cuando no se aplique dada la naturaleza de los mercados de valores en la jurisdicción en cuestión (en caso de que no haya una bolsa o un sistema de negociación operativo establecido o en funcionamiento dentro de la jurisdicción), y a tenor de las correspondientes consideraciones estructurales, legales e institucionales. En tal caso, la razón de la determinación debe ser documentada.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 3(b) en la medida en que se refiera a los procedimientos de solución de diferencias o de apelación aplicables, y a las Cuestiones 4(b) y 5(c).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables; excepto a las Cuestiones 4(b), 5(c), 5(d) y 6(b), así como a la Cuestión 3(b) tal como se permite, de otro modo, en el parámetro "*Ampliamente Implementado*."

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1, 2(a), 2(b), 2(c), 2(d), 3(a), 3(b), sin perjuicio de las excepciones establecidas en el parámetro "*Ampliamente Implementado*" de arriba, 3(c), 4(a), 4(c), 5(a), 5(b), 5(e), 6(a), 6(c) ó 6(d).

Principio 34 Debe haber una supervisión regulatoria permanente de las bolsas y los sistemas de negociación, la cual debe tener como objeto garantizar el mantenimiento de la integridad de la negociación mediante reglas justas y equitativas que encuentren un equilibrio adecuado entre las exigencias de los distintos participantes en los mercados.

Un funcionamiento ordenado y fluido de los mercados fomenta la confianza de los inversionistas. Por tanto, debe haber una supervisión constante de los mercados.³⁷²

Temas Clave

1. El regulador debe quedar satisfecho de que las condiciones que se consideren requisitos previos necesarios de una autorización, sigan existiendo durante el funcionamiento.
2. Las modificaciones de las normas o requisitos de la bolsa autorizada, o del sistema de negociación regulado, deben ser proporcionadas al regulador o aprobadas por el mismo.
3. La autorización de la bolsa autorizada o del sistema de negociación regulado debe ser reexaminada, o revocada, cuando se determine que el sistema es incapaz de cumplir las condiciones de su autorización, la legislación o la regulación de los mercados de valores.

Cuestiones Clave

1.
 - (a) ¿Incluye el sistema normativo un programa en el cual el regulador o una SRO que esté sujeta a supervisión por el regulador:
 - (i) Controle la actividad de negociación cotidiana en la bolsa o el sistema de negociación (a través de un programa de vigilancia del mercado);
 - (ii) Controle la conducta de los intermediarios de mercado (a través de exámenes de las actividades empresariales); y
 - (iii) Recoja y analice la información recopilada a través de estas actividades?³⁷³
 - (b) ¿Incluye el sistema normativo mecanismos de supervisión regulatoria para verificar el cumplimiento por la bolsa, o el sistema de negociación, de sus responsabilidades legales o administrativas, en particular en lo que se refiere a la integridad de los mercados, la vigilancia del mercado, el control de los riesgos y la capacidad para responder a estos riesgos?³⁷⁴

³⁷² *Supervisory Framework for Markets*, supra, en la página 3.

³⁷³ *Supervisory Framework for Markets*, supra, en la página 9.

³⁷⁴ Dicha información puede proporcionarse a través de mecanismos formales, tales como informes por escrito e inspecciones, o a través de mecanismos informales como reuniones periódicas. *Supervisory Framework for*

- (c) ¿Ofrece el regulador un acceso adecuado a los participantes en los mercados a toda la información antes y después de las operaciones?
2. ¿Exige el marco normativo que las modificaciones de las normas, requisitos de la bolsa, o del sistema de negociación, deban ser proporcionadas al regulador o aprobadas por el mismo?
 3. Cuando el regulador determine que la bolsa o el sistema de negociación es incapaz de cumplir las condiciones de su autorización, la legislación o la regulación de los mercados de valores, ¿existe un mecanismo que permita al regulador³⁷⁵:
 - (a) Reexaminar la bolsa o el sistema de negociación, e imponer una serie de acciones, tales como restricciones o condiciones sobre el operador del mercado?
 - (b) Revocar la autorización de la bolsa o del sistema de negociación?

Notas explicativas

Estos temas y cuestiones se aplican tanto a las bolsas como a los sistemas de negociación; sin embargo, pueden aplicarse de diferentes maneras. Por ejemplo, una bolsa puede actuar también como una organización autorregulada y, por tanto, tener responsabilidades regulatorias; un sistema de negociación no puede actuar como una SRO. Por consiguiente, las normas o los requisitos para una bolsa tendrán un mayor ámbito de aplicación, como en el caso de la regulación de un emisor y participante. Los requisitos de los sistemas de negociación pueden describir esquemáticamente la estructura de mercado del sistema de negociación, la manera como se introducen, interactúan y se ejecutan las órdenes. No tendrán el mismo impacto regulador que las normas de una bolsa de valores.

La Cuestión 3(a) aporta más contenido a la frase "reexaminar la autorización del mercado". "Dado que la revocación de la licencia es una medida disciplinaria de tal gravedad, en muchos casos los operadores del mercado no creerán que vaya a utilizarse nunca y, por tanto, puede que no sea un factor disuasorio eficaz. El regulador también debe tener la clara facultad de imponer una gama crecientes de sanciones disciplinarias, tales como condiciones o restricciones sobre el operador del mercado. Aunque la imposición de estas restricciones debe estar sujeta a algunas condiciones de imparcialidad procesal, el proceso no debe ser tan lento o engorroso como para impedir que los reguladores actúen con rapidez y eficacia cuando sea necesario."³⁷⁶ Si no, debe invitarse al regulador a que debata la forma de utilizar la facultad de revocación para apoyar su capacidad de usar la persuasión moral para lograr medidas correctoras.

Si el regulador no tiene la autoridad para revocar la autorización de la bolsa, o del sistema de negociación, porque la autorización no estuvo sujeta a la aprobación por parte del regulador (p. ej., la bolsa fue reconocida de acuerdo con su situación previa a su regulación), puede ser posible ajustar la calificación para tener en cuenta este hecho. En tales circunstancias, en caso de que una respuesta negativa a la Cuestión 3(b) sea la única razón para dar una calificación *No Implementado*, sería admisible que un evaluador concluya que la Cuestión 3(b) se responde afirmativamente y que está justificada una calificación *Parcialmente Implementado*; si el regulador demuestra que tiene la autoridad para suspender toda la negociación en la bolsa o el sistema de negociación durante un período de, al menos, seis meses.

³⁷⁵ *Markets*, supra, en la página 9.

³⁷⁶ *Id.*

³⁷⁶ *Supervisory Framework for Markets*, supra, en la página 7.

Por otro lado, una calificación *Parcialmente Implementado* puede estar justificada si el regulador puede responder afirmativamente a la Cuestión 3(a) y el regulador demuestra que, la gama de sanciones y restricciones a su alcance, incluye la capacidad de revocar la autorización del operador del mercado o de cambiar la Dirección de la bolsa o del sistema de negociación.³⁷⁷

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 3(a).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 2 y 3(a).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b), 1(c) ó 3(b).

³⁷⁷ Preguntas más frecuentes https://www.iosco.org/webmeth_pub/faqs.cfm?prin=25

Principio 35 La regulación debe promover la transparencia de la negociación.

La transparencia puede definirse como el grado en que la información sobre la negociación (información tanto anterior como posterior a las operaciones) se pone a disposición del público. El *grado* de transparencia de un mercado puede medirse como una desviación respecto a un nivel en tiempo real. La información anterior a las operaciones se refiere al anuncio de los precios compradores y los vendedores en firme, en mercados dirigidos tanto por precios como por órdenes, como un medio de permitir a los intermediarios e inversionistas ("los participantes en los mercados") saber, con cierto grado de certeza, si pueden realizar operaciones y a qué precios pueden hacerlo. La información posterior a las operaciones está relacionada con los precios y el volumen de todas las operaciones individuales realmente celebradas.

La transparencia del mercado se considera, por lo general, un elemento fundamental tanto para la justicia como para la eficiencia de un mercado y, en particular, para su liquidez y la calidad de la formación de precios.

La transparencia antes y después de las operaciones mejora la protección de los inversionistas, facilitándoles el control de la calidad de las ejecuciones que reciben de sus intermediarios. La transparencia también puede ayudar a promover la eficiencia de mercado. Pueden surgir ineficiencias en la fijación del precio de los valores cuando los participantes en los mercados desconozcan la actividad de negociación del resto. Esto es especialmente cierto en el caso de aquellos mercados dominados por las sociedades de valores, en los que la información sobre las cotizaciones previa a las operaciones sólo pueda obtenerse, cuando no sea que es imposible obtenerla en absoluto, de un pequeño número de sociedades de valores, lo que sitúa a los clientes "buy-side" (compradores de productos y servicios financieros) en una posición de desventaja en materia de información. La transparencia posterior a las operaciones puede reducir las asimetrías de información entre las sociedades de valores y los clientes "buy-side". Si los precios de las operaciones no son de dominio público, es más probable que los participantes en los mercados "buy-side" se pregunten si no obtienen precios similares a aquellos en los que se ejecutaron las operaciones en el pasado.

La amplia disponibilidad de información sobre precios compradores y vendedores es un factor fundamental para garantizar el descubrimiento de los precios, así como para fortalecer la confianza de los usuarios en que podrán contratar a unos precios justos. Esta confianza debe, a su vez, aumentar el incentivo de los compradores y vendedores a participar; facilitar liquidez y estimular una fijación de precios competitivos.

La información con respecto a los volúmenes y precios de las operaciones realizadas, permite a los participantes en los mercados, no sólo tener en cuenta la información más reciente sobre los volúmenes y precios, sino también controlar la calidad de las ejecuciones que hayan obtenido en comparación con otros usuarios del mercado.

En general, cuanto más completa y más ampliamente disponible sea la información sobre la negociación, más eficiente debe ser el proceso de descubrimiento de precios y mayor será la confianza del público en su justicia. Sin embargo, el establecimiento de normas de transparencia del mercado no es sencillo, puesto que el interés de cada participante en los mercados en los niveles de transparencia varía. Los reguladores tienen que evaluar con

mucho cuidado el nivel adecuado de transparencia de cualquier estructura de mercado concreta.³⁷⁸

Temas Clave

1. Garantizar el acceso oportuno a la información es un factor clave para la regulación de la negociación en los mercados secundarios. El acceso oportuno a la información pertinente acerca de la negociación en los mercados secundarios, permite a los participantes en los mercados evaluar las condiciones en las que pueden contratar, la calidad de la ejecución que reciben y, de este modo, velar por sus propios intereses; también reduce la posibilidad de prácticas de manipulación o de otras prácticas de negociación injustas.³⁷⁹
2. Cuando una autoridad del mercado permita alguna excepción respecto al objetivo de la transparencia en tiempo real, ya sea antes o después de las operaciones, las condiciones deben estar claramente definidas y la autoridad del mercado (ya sea el operador de la bolsa o bien el regulador, o ambos) debe tener acceso a la información completa para poder evaluar la necesidad de una excepción y, si es necesario, ofrecer alternativas.³⁸⁰
3. Unas órdenes transparentes deben tener prioridad sobre las órdenes ciegas del mismo precio dentro de la misma plaza de negociación.³⁸¹
4. Debe facilitarse, de manera equitativa, a todos los participantes en los mercados información sobre las operaciones completadas, incluidas las operaciones ejecutadas en mercados ciegos, o como consecuencia de órdenes ciegas introducidas en un mercado transparente.³⁸² Los mercados ciegos y los mercados transparentes que ofrezcan órdenes ciegas deben proporcionar a los participantes en los mercados información suficiente para que sean capaces de comprender la manera en que se administran y ejecutan sus órdenes.³⁸³
5. Los reguladores deben controlar periódicamente el desarrollo de mercados ciegos, y de órdenes ciegas en su jurisdicción, para tratar de garantizar que tales desarrollos no

³⁷⁸ *Transparency and Market Fragmentation*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, noviembre de 2001, páginas 4-5, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD124.pdf>; *Stock Repurchase Programs*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD161.pdf>. Consúltese también *Transparency of Structured Finance Products*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, julio de 2010, página 21, disponible a <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD326.pdf>. *Principles for Dark Liquidity*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2011, página 26, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD353.pdf>.

³⁷⁹ Analizado en *Transparency on Secondary Markets: A synthesis of the IOSCO Debate*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, diciembre de 1992, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD27.pdf>, en las Secciones 3 y 4 sobre el contenido de la información y para un análisis de las prácticas en las jurisdicciones miembros, consúltese *Transparency of Corporate Bond Markets*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD168.pdf>.

³⁸⁰ Consúltese, por ejemplo, en *Transparency of Structured Finance Products*, supra, pág. 25 una lista de factores no prescriptivos que los reguladores podría tener en cuenta al elaborar un régimen de transparencia posterior a las operaciones respecto a los productos financieros estructurados. Consideraciones.

³⁸¹ Id.

³⁸² *Principles for Dark Liquidity*, supra.

³⁸³ *Principles for Dark Liquidity*, supra, pág. 31.

afecten adversamente a la eficiencia del proceso de formación de precios, y así tomar las medidas oportunas según sea necesario.³⁸⁴

Cuestiones Clave

1. ¿Incluye el marco normativo:
 - (a) Requisitos o acuerdos para proporcionar a los participantes en los mercados información anterior a las operaciones (p.ej., anuncio de órdenes³⁸⁵)?
 - (b) Requisitos o acuerdos para proporcionar oportunamente a los participantes en los mercados información posterior a las operaciones (p. ej., el último precio de venta y volumen de la operación)?
 - (c) Requisitos o acuerdos de que la información sobre las operaciones completadas sea proporcionada de manera equitativa a todos los participantes en los mercados?

2. Cuando se permita una excepción respecto a lo dispuesto en el objetivo de transparencia en tiempo real:
 - (a) ¿Están las condiciones claramente definidas?
 - (b) ¿Tiene la autoridad del mercado (que es el operador de la bolsa o el regulador, o ambos) acceso a información completa para poder evaluar la necesidad de una excepción y, si es necesario, ofrecer alternativas?
 - (c) ¿Tiene el regulador acceso a suficiente información para controlar el desarrollo de la negociación ciega y las órdenes ciegas?
 - (d) ¿Tienen las órdenes transparentes prioridad sobre las órdenes ciegas?
 - (e) ¿Proporcionan los mercados ciegos, y los mercados transparentes que ofrecen órdenes a los participantes en los mercados, información suficiente para que sean capaces de comprender la manera en que se administran y ejecutan sus órdenes?

Notas explicativas

Como se señaló anteriormente, el grado de transparencia de un mercado puede medirse como una desviación respecto al nivel en tiempo real. Sin embargo, no hay un único nivel de "oportunidad." La mayoría de las bolsas y de los sistemas reguladores contemplan un cierto grado de desviación respecto al nivel en tiempo real como: permitir cierto grado de opacidad de la información sobre las cotizaciones para operaciones con grandes paquetes de valores; adoptar diferentes definiciones de "en tiempo real"; adoptar un nivel de "rapidez" que oscile entre varios minutos y un tiempo más largo, lo que le permite excepciones al nivel en tiempo real, basadas en el tamaño de la operación; el tipo de operación (mediada a través de una sociedad de valores en lugar del mercado de subastas) o el tipo de sociedad de valores y el modelo de mercado. De hecho, cada tipo de microestructura del mercado ofrece justicia, eficiencia y transparencia de los mercados de formas ligeramente diferentes.

Se debe explicar cualquier excepción a los requisitos generales relativos a la transparencia después de las operaciones. Las excepciones razonables no deben dar lugar a la asignación a

³⁸⁴ *Principles for Dark Liquidity*, supra.

³⁸⁵ Las órdenes no incluyen las ofertas no vinculantes.

la jurisdicción de una calificación más baja, aunque deben estar documentadas. En el caso de los mercados cuyos participantes sean, en gran medida, inversionistas institucionales, unos niveles de transparencia diferentes pueden ser adecuada para la ejecución de grandes órdenes que expongan a los intermediarios a riesgos y podrían afectar a la integridad del proceso de formación de precios, liquidez o el desarrollo ordenado del mercado.

En todos los casos, la autoridad del mercado (ya sea el operador de la bolsa o el regulador, o ambos) debe, en cualquiera de esos casos, tener acceso a la información completa, para que pueda evaluar la necesidad de una excepción y, en caso necesario, ofrecer alternativas. Al desempeñar su función de supervisión, el regulador del mercado debe, en cualquier circunstancia, ser consciente de las decisiones de transparencia del mercado. Además, es importante que los reguladores vigilen el desarrollo de mercados ciegos para asegurarse de que no incidan adversamente sobre el proceso de descubrimiento de precios de los mercados transparentes. Cuando a los reguladores les preocupe que el desarrollo de la negociación ciega pueda afectar negativamente al proceso de descubrimiento de precios, deben tomar las medidas oportunas para dar respuesta a esta distorsión.³⁸⁶

En la práctica, excepto en el caso de los mercados mayoristas y de algunos centros donde se realizan operaciones extrabursátiles, la mayoría de los mercados trata de disponer de información y publicación de precios después de las operaciones lo más próxima posible al tiempo real. Las evaluaciones se centran en los mercados regulados/organizados, a pesar de lo cual cualquier evaluación debe considerar la estructura existente de los mercados dentro de la jurisdicción al abordar la transparencia.

Al final, el enfoque final respecto a la transparencia —y al grado de oportunidad— es una decisión política, tomada a nivel de cada jurisdicción individual, sobre la forma de ponderar los intereses contrapuestos de los diferentes participantes en los mercados (pequeños inversionistas, instituciones, intermediarios y bolsas).³⁸⁷ El regulador debe proporcionar información en cuanto a la base de estas decisiones, así como sobre la forma en que cumplen los objetivos enunciados en los Temas Clave.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 2(c) y/o a la Cuestión 1(a), en un mercado de negociación principalmente institucional.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a la Cuestión 1(a) y las Cuestiones 2(c), 2(d) y 2(e), como se ha indicado anteriormente y a las Cuestiones 1(b) y 1(c), en caso de que la información sobre la negociación posterior a las operaciones no esté disponible, de forma equitativa, para todos los participantes en un mercado institucional.

No Implementado

³⁸⁶ *Principles for Dark Liquidity*, supra.

³⁸⁷ *Transparency on Secondary Markets: A synthesis of the IOSCO Debate*, supra, en las páginas 23, 24 y 30.

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1b), 1(c), 2(a), 2(b), de ser el caso, sin perjuicio de las excepciones arriba permitidas o de que la información posterior a las operaciones acerca de operaciones terminadas no esté disponible en el momento oportuno, o de manera equitativa, en un mercado accesible a los pequeños inversionistas.

Principio 36 La regulación debe diseñarse para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales de negociación.

La manipulación de los mercados, las conductas engañosas, el tráfico de información privilegiada y otras conductas fraudulentas, o engañosas pueden, distorsionar el proceso de descubrimiento de los precios, distorsionar los precios y perjudicar injustamente a los inversionistas.³⁸⁸

Tal conducta podría ser abordada a través de una serie de mecanismos, entre los que cabría incluir los siguientes: vigilancia directa; inspección; presentación de informes; requisitos en materia de diseño de los productos; límites de posición; normas sobre precios de liquidación; o interrupciones del mercado, complementados por una estricta supervisión, inspección y sanción y las normas de negociación.³⁸⁹

Un programa de supervisión eficaz del mercado debe tener un mecanismo de control del cumplimiento de la legislación de valores, la normativa sobre valores, así como las reglas de mercado, los requisitos de competencia operativa y las normas del mercado.

El regulador debe asegurarse de que se hayan establecido acuerdos para la vigilancia continua de la negociación. Estos acuerdos deben poner en marcha una investigación cuando se produzca una negociación inusual y potencialmente irregular.

Debe tenerse especial cuidado para asegurar que la regulación sea suficiente para abarcar la conducta entre mercados; por ejemplo, aquella conducta en la que se manipule el precio de un producto de renta variable, con el fin de beneficiarse a través de la negociación de opciones, *warrants* u otros productos derivados, o cuando haya múltiples mercados donde se negocie el mismo producto.

Temas Clave

1. La regulación de la negociación en los mercados secundarios debe prohibir lo siguiente: manipulación del mercado; conducta engañosa; tráfico de información privilegiada, así como otras conductas engañosas o fraudulentas; y aplicar sanciones adecuadas, proporcionales y disuasorias.³⁹⁰
2. El regulador debe asegurarse de que se establezcan acuerdos para la vigilancia continua de la negociación. Estos acuerdos deben poner en marcha una investigación cuando se produzca una negociación inusual y potencialmente irregular.³⁹¹

³⁸⁸ Consúltese *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2000, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD103.pdf>.

³⁸⁹ Consúltese *The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD85.pdf>.

³⁹⁰ Consúltese *Investigating and Prosecuting Market Manipulation*, supra. Consúltese también el Principio 11 y el Principio 12.

³⁹¹ Consúltese *Transparency of Corporate Bond Markets*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, mayo de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD168.pdf>.

3. La regulación debe abarcar la conducta entre los mercados, como el caso, por ejemplo, en el que el precio de un producto de renta variable pueda ser manipulado a través de la negociación de opciones, *warrants* u otros productos derivados.
4. Es preciso que haya suficiente intercambio de información entre los reguladores competentes, suficiente para garantizar una supervisión, inspección y sanción eficaces.³⁹²
5. Las autoridades responsables de la supervisión de los mercados de futuros de materias primas (p. ej., ya sea el mercado, un regulador gubernamental o una SRO) (los "reguladores de los mercados futuros") deben tener acceso a información que les permita identificar las concentraciones de posiciones, la composición general del mercado, incluyendo la facultad de acceder a las posiciones en el mercado subyacente y financieras relacionadas de un trader.³⁹³

Cuestiones Clave

1. ¿Prohíbe el sistema normativo lo siguiente con respecto a valores admitidos a negociación en bolsas autorizadas y sistemas de negociación regulados:
 - (a) Manipulación del mercado o de los precios?
 - (b) Información engañosa?
 - (c) Tráfico de información privilegiada?
 - (d) *Front running*?
 - (e) Otra conducta engañosa o fraudulenta, así como usos abusivos del mercado?
2. ¿Incluye el enfoque regulador una combinación eficaz y adecuada de mecanismos para detectar y prevenir este tipo de conducta, extraídos de los siguientes:
 - (a) Vigilancia directa, inspección, presentación de informes, como por ejemplo:
 - (i) Requisitos de cotización de valores o en materia de diseño de los productos (si procede);
 - (ii) Límites de posición;
 - (iii) Requisitos de verificaciones retrospectivas;
 - (iv) Normas de presentación de cotizaciones;
 - (v) Normas de gestión de órdenes;
 - (vi) Normas sobre precios de liquidación; o
 - (vii) Interrupciones del mercado, complementadas por la supervisión, inspección y sanción y de las normas de negociación?

³⁹² Consúltese *Indexation: Securities Indices and Index Derivatives*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, febrero de 2003, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD143.pdf>, págs. 35-40 acerca de una cooperación mejorada entre mercados y transfronteriza.

³⁹³ *Task Force on Commodity Futures Markets*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD285.pdf>, pág. 17.

- (b) Sanciones eficaces, proporcionales y disuasorias respecto a infracciones?³⁹⁴
3. ¿Hay acuerdos establecidos para:
- (a) La continua recogida y análisis de información relativa a las actividades de negociación?
 - (b) Proporcionar los resultados de dicho análisis a los funcionarios de las autoridades del mercado, y reguladoras, que estén en posición de adoptar medidas correctoras si es necesario?
 - (c) Vigilar la conducta de los intermediarios de mercado que participen en el/los mercado(s)?
 - (d) Desencadenar una investigación adicional sobre las operaciones sospechosas o las pautas de negociación?
4. Si existe la posibilidad de una negociación nacional entre mercados, ¿hay:
- (a) Inspección;
 - (b) Asistencia; e
 - (c) Intercambio de información, requisitos o acuerdos establecidos para controlar y/o responder a usos abusivos de la negociación nacional entre mercados?
5. Si hay vínculos extranjeros, participación extranjera significativa o cotizaciones cruzadas, ¿hay acuerdos de cooperación con los correspondientes reguladores extranjeros y/o con los mercados que den respuesta a la manipulación o a otras prácticas de negociación abusivas?
6. En relación con las autoridades responsables exclusivamente de la supervisión de los mercados de futuros de materias primas (p. ej., bien el mercado, un regulador gubernamental o una SRO) (los "reguladores de los mercados futuros"): ¿Tiene la autoridad acceso a información que le permita identificar las concentraciones de posiciones y la composición general del mercado, incluyendo la facultad de acceder a las posiciones en el mercado subyacente y financieras relacionadas de un trader?

Notas explicativas

Los elementos esenciales del control del cumplimiento normativo incluyen los siguientes:

1. Control de la actividad de negociación cotidiana en los mercados (a través de un programa de vigilancia del mercado);
2. Control de la conducta de los intermediarios de mercado (a través de exámenes de las actividades empresariales); y
3. Recogida y análisis de información obtenida de estas actividades.³⁹⁵ Las técnicas pueden diferir respecto a los mercados de valores y de derivados. Debe invitarse al regulador a explicar cómo actúa su enfoque para detectar, impedir y sancionar las conductas indebidas.

³⁹⁴ Comparar con los requisitos en virtud de los Principios 10, 11 y 12.

³⁹⁵ *Supervisory Framework for Markets*, supra, en la página 9.

A continuación se incluyen ejemplos de algunos casos en los que resulte pertinente la información sobre la vigilancia entre mercados: cuando el instrumento subyacente se negocie en una jurisdicción distinta de aquélla donde se negocie un instrumento derivado; o cuando productos financieros idénticos se negocien en dos jurisdicciones, puede que haya más posibilidad de fraude o manipulación, debido a la dificultad para que un regulador de una jurisdicción controle directamente la actividad del mercado o que pueda llevar a cabo investigaciones completas de las actividades del mercado en otra jurisdicción.³⁹⁶ También es pertinente si el producto se negocia en múltiples mercados.³⁹⁷

El regulador puede hacer uso de un sistema de vigilancia de una bolsa o un sistema de negociación, siempre que el regulador lo haya revisado en virtud del Principio 34 anterior.

Las preocupaciones con respecto al comportamiento de los mercados de materias primas (tanto el financiero [es decir, los mercados de futuros de materias primas regulados] como el subyacente [es decir, el mercado monetario]) en períodos de fuertes subidas de precios y de mayor volatilidad de los mercados, han puesto de relieve las necesidades de una especial vigilancia de los mercados de futuros de materias primas. En este sentido, el Comité Técnico ha suscrito el Comunicado de Tokio, en el que se expone una guía sobre las normas de mejores prácticas en: diseño de contratos; vigilancia; e intercambio de información con respecto a los mercados de futuros liquidados mediante la entrega física, a modo de guía completa, que puede ayudar a los reguladores de los mercados de futuros a crear un programa eficaz de integridad del mercado.³⁹⁸ Un punto clave de esa guía es que las autoridades que sean responsables de la vigilancia de los mercados de futuros deben ser capaces de acceder a información suficiente no sólo sobre los futuros, sino también sobre las posiciones de tesorería relacionadas con el fin de identificar concentraciones peligrosas de posiciones, de evaluar la composición general del mercado y de analizar su funcionamiento.³⁹⁹ Los derivados sobre renta variable plantean otros problemas que no fueron abordados por el Comunicado de Tokio, y la evaluación, debe tener en cuenta las características singulares del mercado y del producto en cuestión.⁴⁰⁰

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables.

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 4 y 5, siempre que no exista una importante actividad transfronteriza o entre mercados y se produzca, de hecho, una cooperación.

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, salvo que si las Cuestiones 4 y 5 son aplicables, hay pruebas de cooperación transfronteriza y entre mercados y de intercambio de información, aun cuando no haya establecidos acuerdos formales de cooperación.

³⁹⁶ *Supervisory Framework for Markets*, supra, página 6.

³⁹⁷ Consúltese *Multi-Jurisdictional Information Sharing for Market Oversight* (abril de 2007), pág. 13.

³⁹⁸ Consúltese *Task Force on Commodity Futures Markets* (2009), supra.

³⁹⁹ *Task Force on Commodity Futures Markets* (2009), supra, pág. 15.

⁴⁰⁰ *Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts* (1998), supra.

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(a), 1(b), 1(c), 1(d), 1(e), 2(a), 2(b), 3(a), 3(b), 3(c), 3(d) ó 6 (si corresponde), o si las Cuestiones 4 y 5 son aplicables, no hay pruebas de una cooperación transfronteriza con independencia de si hay establecidos o no acuerdos formales de cooperación.

Principio 37 La regulación debe proponerse garantizar la adecuada gestión de los grandes riesgos, del riesgo de incumplimiento y de las perturbaciones de mercado.

Asumir riesgos es esencial para un mercado activo y la regulación no debe reprimir innecesariamente la asunción legítima de riesgos. En lugar de ello, los reguladores deben promover y permitir la gestión eficaz de los riesgos y garantizar que los requerimientos de capital, y demás requisitos prudenciales: sean suficientes para abordar una asunción adecuada de los riesgos; permitan la absorción de algunas pérdidas; y controlen la asunción de riesgos excesivos. Es esencial que exista un proceso de compensación y liquidación eficiente y correctamente estructurado que sea supervisado y utilice herramientas efectivas de gestión de riesgos.⁴⁰¹ El sistema judicial también debe apoyar acuerdos eficaces, y seguros, desde el punto de vista jurídico, para la gestión de incumplimientos. Este es un asunto que se extiende más allá de la legislación de valores, hasta las disposiciones que se refieren a la normatividad y trato jurídico de una jurisdicción. La legislación concursal debe apoyar el aislamiento del riesgo, así como la conservación y la aplicación de las garantías pagadas previamente en el sistema, a pesar del impago o del inicio de un procedimiento de quiebra o administración.

La inestabilidad puede ser el resultado de los hechos que tengan lugar en otra jurisdicción o que tengan lugar en varias jurisdicciones, de manera que las respuestas de los reguladores a las interrupciones de mercado deben tratar de facilitar la estabilidad a escala nacional y mundial a través de la cooperación y del intercambio de información.

Esta sección también aborda las preocupaciones con respecto a los posibles efectos en el mercado de las ventas en corto (en descubierto), en los mercados de renta variable.

Temas Clave

Vigilancia de grandes riesgos

1. Las autoridades del mercado⁴⁰² deben contar con mecanismos para vigilar las posiciones abiertas, o las exposiciones al riesgo de crédito, en operaciones no liquidadas que sean lo suficientemente grandes para representar un riesgo para el mercado, o para una entidad de compensación (es decir, grandes riesgos) y⁴⁰³ con este fin:
 - (a) Establecer los niveles de activación acordes con sus mercados y vigilar continuamente el tamaño de las posiciones en sus mercados.⁴⁰⁴

⁴⁰¹ Consúltase el Principio 38.

⁴⁰² La expresión "autoridad del mercado" se utiliza, a efectos de los grandes riesgos, para referirse a la autoridad de una jurisdicción que tenga facultades legales o regulatorias en lo que respecta al ejercicio de ciertas funciones regulatorias respecto al mercado. La autoridad del mercado en cuestión puede ser, dependiendo de la jurisdicción, un órgano regulador, una organización autorregulada y/o el propio mercado. *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 1996, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD49.pdf>, en la página 2.

⁴⁰³ La expresión "gran riesgo" se refiere a una posición abierta que es lo suficientemente grande como para suponer un riesgo para el mercado o para una entidad de compensación. A estos efectos, "los grandes riesgos pueden ser interpretados en el sentido de ser posiciones abiertas no liquidadas; posiciones cortas abiertas, posiciones de crédito al mercado, opciones y otros derivados.

⁴⁰⁴ El evaluador debe solicitar pruebas empíricas de un procedimiento de evaluación antes de llegar a la conclusión de que hay una vigilancia eficaz permanente. Consúltase también *Report on Cooperation between*

- (b) Tener acceso a información, si es necesario, sobre el tamaño y la titularidad efectiva de las posiciones mantenidas por los clientes directos de los miembros de los intermediarios de mercado.⁴⁰⁵
- (c) Tener autoridad para adoptar las medidas apropiadas en caso de que un participante directo en el mercado no pusiera la información de mercado solicitada a disposición de la autoridad del mercado.
- (d) Tener la facultad de tomar las medidas adecuadas, tal como exigir al participante en el mercado que reduzca las exposiciones, aumente las garantías o deposite garantías adicionales.
- (e) Promover mecanismos que faciliten el intercambio de información sobre grandes riesgos a través de los canales apropiados.

Procedimientos en caso de incumplimientos de pago: transparencia y eficacia

- 2. Las autoridades del mercado deben poner toda la información pertinente relativa a los procedimientos, en caso de impago del mercado, a disposición de los participantes en los mercados.
- 3. Los reguladores deben asegurarse de que los procedimientos relativos a incumplimiento y de que las medidas correctoras permitidas sean eficaces y transparentes.
- 4. Las autoridades del mercado para productos relacionados (dinero en efectivo o derivados) deben consultarse entre sí, tan pronto como sea posible, con vistas a reducir al mínimo los efectos adversos de las interrupciones de mercado.⁴⁰⁶

Venta en corto (en descubierto)

- 5. La venta en corto debe estar sujeta a los oportunos controles para reducir o minimizar los riesgos potenciales que podrían afectar al funcionamiento ordenado y eficiente y a la estabilidad de los mercados financieros.
- 6. La venta en corto debe estar sujeta a un régimen de presentación de informes que proporcione información oportuna al mercado, o a las autoridades del mercado.
- 7. La venta en corto debe estar sujeta a un sistema eficaz de cumplimiento normativo, y de supervisión, inspección y sanción, que se proponga infundir un rigor en la liquidación y reducir al mínimo las posibilidades de un riesgo de perturbación de la liquidación, y que prevea la vigilancia de las actividades de venta en corto.
- 8. La regulación de la venta en corto debe permitir las oportunas excepciones para ciertos tipos de operaciones, para un funcionamiento y desarrollo eficientes de los mercados.

Cuestiones Clave

Supervisión de grandes riesgos

Market Authorities and Default Procedures, supra, en la página 3 apdo. 6.

⁴⁰⁵ Un cliente directo (es decir, inmediato) de una agencia de valores que firmó la documentación de una cuenta, puede estar en realidad operando en nombre de una persona desconocida que controla la cuenta (el titular efectivo). Una autoridad del mercado debe ser capaz de identificar dicho titular efectivo para agregar posiciones, por ejemplo.

⁴⁰⁶ Consúltese *High Level Principles for Business Continuity*, Informe del Foro Conjunto, agosto de 2006, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD224.pdf>.

1. ¿Cuenta la autoridad del mercado con un mecanismo que se proponga vigilar y evaluar continuamente el riesgo de posiciones abiertas; o las exposiciones al riesgo de crédito; que sean lo suficientemente grandes como para representar un riesgo para el mercado, o para una entidad de compensación, que incluya:
 - (a) Niveles, cualitativos o cuantitativos de activación, acordes con el mercado al efecto de una identificación de los grandes riesgos (tal como los define la autoridad del mercado), una vigilancia continua y un proceso de evaluación?⁴⁰⁷
 - (b) El acceso a información, si es necesario, sobre el tamaño y la titularidad efectiva de las posiciones mantenidas por los clientes directos de los intermediarios de mercado?
 - (c) La facultad de tomar medidas apropiadas contra un participante en el mercado, que no proporcione la información pertinente necesaria para evaluar una exposición (p. ej., exigir la liquidación de posiciones, aumentar las garantías exigidas y/o revocar los privilegios de negociación)?⁴⁰⁸
 - (d) La facultad general de adoptar las medidas apropiadas, tales como obligar a los participantes en los mercados que tengan o controlen grandes posiciones, a reducir sus riesgos o a depositar más garantías?

2. ¿Existen acuerdos, formales o informales, que permitan a los mercados y los reguladores compartir información sobre grandes riesgos de los participantes en los mercados en común, o sobre productos relacionados:
 - (a) En la jurisdicción nacional?
 - (b) En otras jurisdicciones pertinentes?⁴⁰⁹

Procedimientos en caso de incumplimiento de pagos: transparencia y eficacia

3. ¿Pone una autoridad del mercado sus procedimientos en caso de incumplimientos a disposición de los participantes en los mercados, incluyendo, en concreto, información acerca:
 - (a) ¿De las circunstancias generales en las que se pueda actuar?
 - (b) ¿De quién pueda actuar?
 - (c) ¿Del alcance de las actuaciones que puedan realizarse?⁴¹⁰

4. ¿Permiten los procedimientos en caso de incumplimiento y/o la legislación nacional; a los mercados; y/o al/a los sistema(s) de compensación y liquidación; aislar rápidamente el problema de una empresa incumplidora abordando sus posiciones por cuenta propia abiertas, así como las posiciones que mantenga por cuenta de clientes; o

⁴⁰⁷ Consúltese I, supra, en la página 3 apdo. 4.

⁴⁰⁸ Consúltese *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, supra, en la página 4 apdo. 8.

⁴⁰⁹ *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, supra, en la página 4 apdo. 8 en relación con la promoción de mecanismos formales e informales. Consúltese también *Report on Trading Halts and Market Closures*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 2002, disponibles en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD138.pdf>, págs.23-24.

⁴¹⁰ Id. Para una plantilla o una lista de la información que debe ponerse a disposición de los participantes en los mercados acerca de los procedimientos en caso de incumplimiento de pagos en el mercado en relación con operaciones con futuros y opciones.

proteger, de otro modo, los recursos financieros y activos de los clientes de un incumplimiento por un intermediario, en virtud de la legislación nacional?

5. ¿Existe un mecanismo por el cual las autoridades del mercado para productos relacionados puedan consultarse entre sí, para reducir al mínimo los efectos adversos de las interrupciones de mercado?

*Venta en corto en los mercados de renta variable*⁴¹¹

6. ¿Prevé la correspondiente autoridad del mercado⁴¹²:
- (a) Controles que sean acordes con el mercado de renta variable de que se trate y que tengan por objetivo: reducir o minimizar los riesgos potenciales que podrían afectar al funcionamiento ordenado, eficiente y a la estabilidad de los mercados de renta variable; incluyendo, como mínimo, una liquidación estricta de las operaciones fallidas?
 - (b) Un régimen de presentación de informes que proporcione información oportuna sobre las ventas en corto al mercado o, como mínimo, a las autoridades del mercado?
 - (c) Como parte de un sistema eficaz del cumplimiento normativo y de la supervisión, inspección y sanción (evaluado con arreglo al Principio 11), (i) medidas que promuevan el rigor en la liquidación, incluyendo un control periódico por la autoridad del mercado de las liquidaciones fallidas y la (ii) vigilancia de las actividades de venta en corto. También debe tenerse en cuenta en la evaluación del Principio 11 cualquier deficiencia a este respecto.
 - (d) Excepciones adecuadas para ciertos tipos de operaciones para un funcionamiento y desarrollo eficientes de los mercados (tales como, a título meramente enunciativo aunque no limitativo, actividades de buena fe de cobertura, creación de mercado y arbitraje)?

Notas explicativas

Supervisión de "grandes riesgos"

Las autoridades del mercado deben vigilar de cerca los grandes riesgos, y compartir información entre sí, con el fin de permitir la evaluación adecuada del riesgo. El enfoque aplicado a la vigilancia de los grandes riesgos recogido en esta Metodología refleja, tal como se indicó en el Preámbulo de la Metodología relativa a los mercados secundarios, que "la regulación puede diferir según la estructura del mercado, el participante en el mercado o el producto...". Por consiguiente, la evaluación de las Cuestiones Clave relacionadas debe

⁴¹¹ El documento *Regulation of Short Selling*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD292.pdf>, aborda la venta en corto sólo en los mercados de renta variable. Por ejemplo, la mención que se hace en el Informe a la venta en corto en descubierto, a los mercados de capitales y a la necesidad de un corto ciclo de liquidación ilustra la atención que pone el Informe sobre la renta variable.

⁴¹² *Regulation of Short Selling*, supra, en la pág. 4, nota 2 describe el término "autoridad del mercado" en el sentido de que incluye los reguladores de valores, las Organizaciones Autorreguladoras, las bolsas y otras plataformas alternativas de negociación. Ese Informe señala además que "en algunas jurisdicciones, la regulación de la venta en corto comprende los requisitos basados en la ley supervisados por los reguladores de valores y las normas establecidas por las Organizaciones Autorreguladoras, las bolsas o los sistemas alternativos de negociación.

reconocer las diferentes estructuras regulatorias existentes, así como las características de los mercados.

Por ejemplo, la Metodología reconoce que la función de vigilancia de los grandes riesgos en sí puede desempeñarla un órgano regulador, una organización autorregulada y/o el propio mercado (es decir, una "autoridad del mercado").

De igual forma, al afirmar que deben establecerse "niveles de activación" (que son criterios cualitativos o cuantitativos utilizados para identificar un gran riesgo), Principios y la Cuestión Clave 1 han dejado claro que deben ser "acordes" con los mercados en cuestión. En este sentido, la "autoridad del mercado" determinará lo que constituye un "gran riesgo" actuando dentro de sus facultades discrecionales. Por tanto, se deduce que no todos los mercados tendrán las mismas necesidades de vigilancia de grandes riesgos, los mismos niveles de activación ni el mismo enfoque de vigilancia.

Para realizar esta función de vigilancia, las autoridades del mercado deben tener acceso a información relativa al tamaño y a la titularidad efectiva de las posiciones mantenidas por los clientes "directos" de los miembros del mercado (es decir, clientes con los que opera el miembro del mercado). Las autoridades del mercado pueden tomar entonces las medidas apropiadas, tales como exigir al miembro reducir el riesgo asumido o aumentar las garantías exigidas.

Las autoridades de los mercados deben promover mecanismos que faciliten el intercambio de la citada información a través de canales apropiados. Cuando un miembro del mercado no facilite la información pertinente a la autoridad del mercado, la autoridad debe ser capaz de tomar las medidas apropiadas, teniendo en cuenta al mismo tiempo los mecanismos ya ofrecidos por la CCV, como: imposición de limitaciones a la negociación futura por el miembro; exigencia de la liquidación de posiciones; aumento de las garantías requeridas; o la revocación de privilegios de negociación.

Objetivos de integración del mercado y financiera de la vigilancia de grandes riesgos

El programa de vigilancia en sí debe ser acorde no sólo con el tipo de mercado, sino también con el objetivo de la vigilancia, es decir, la integridad del mercado o la integridad financiera. Se deben tener en cuenta las diferencias entre los mercados de renta variable y de futuros.⁴¹³

Por ejemplo, la vigilancia de grandes riesgos en los *mercados de futuros* de materias primas al efecto de cumplir el objetivo de *integridad del mercado* (es decir, la vigilancia del mercado con el fin de detectar posibles manipulaciones, u otros usos abusivos de la negociación) ha sido abordada directamente por IOSCO.⁴¹⁴ Estos informes ponen de manifiesto que es necesario un programa de vigilancia de "grandes riesgos" con respecto a los mercados de futuros de materias primas.⁴¹⁵

En cambio, los informes de IOSCO sobre las preocupaciones en materia de integridad del mercado de los mercados de renta variable, se han centrado en la relación entre los mercados monetarios (de renta variable) y de derivados, durante períodos de interrupción de mercado;

⁴¹³ Consúltese *The Application of the Tokyo Communiqué to Exchange-Traded Financial Derivatives Contracts*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, septiembre de 1998, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD85.pdf>.

⁴¹⁴ *Task Force on Commodity Futures Markets*, Informe Final, Informe del Comité Técnico de IOSCO, marzo de 2009, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD285.pdf>. Consúltese también *Task Force on Commodity Futures Markets, Report to the G-20*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, junio de 2010 y noviembre de 2010, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD324.pdf> y <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD340.pdf>.

⁴¹⁵ *Task Force on Commodity Futures Markets, Final Report*, supra, pág. 17.

también han hecho hincapié en la necesidad de que las autoridades del mercado sean capaces de acceder a la información sobre posiciones relacionadas.⁴¹⁶

En el caso de los mercados tanto de renta variable, tanto como de derivados, las preocupaciones en materia de *integridad financiera* que estén relacionadas con grandes riesgos de *crédito* se examinan, con más detalle, en las normas que se aplicarán a los sistemas de liquidación de valores, y a las contrapartes centrales de valores; sus metodologías de evaluación relacionadas, que han sido adoptadas conjuntamente por IOSCO, así como por el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS, por sus siglas en inglés), y que oportunamente podrán ser revisadas y adoptadas, de forma conjunta, por IOSCO y el CPSS. En consecuencia, a la hora de evaluar el programa de vigilancia de una autoridad del mercado que aborde los *riesgos de crédito*, se debe llevar a cabo la evaluación en virtud del Principio 38, así como considerarse complementaria a cualquier evaluación independiente que se lleve a cabo con arreglo a las normas IOSCO-CPSS.

Incumplimientos de pago

Efícaz y transparente - Los reguladores deben garantizar que los procedimientos relativos a incumplimientos de pagos sean eficaces y transparentes. Las autoridades del mercado deben poner la información pertinente relativa a los procedimientos en caso de incumplimiento a disposición de los participantes en los mercados.

Consulta e intercambio de información - Las autoridades del mercado respecto a productos relacionados (monetarios o derivados) deben consultarse entre sí, tan pronto como sea posible, con el fin de reducir al mínimo los efectos adversos de las interrupciones de mercado. La información, que puede ser necesaria, incluye planes para contingencias, personas de contacto y medidas estructurales, para dar respuesta a las perturbaciones de mercado; así como información referente a las condiciones del mercado (tal como las medidas adoptadas por las autoridades del mercado, los precios, las actividades de negociación y los datos de mercado agregados).

La inestabilidad puede ser el resultado de hechos que se produzcan en otra jurisdicción, o tengan lugar en varias jurisdicciones, de manera que las respuestas de los reguladores a las interrupciones de mercado deben tratar de facilitar la estabilidad a escala nacional, y mundial, a través de la cooperación y del intercambio de información.

Legislación concursal - El sistema judicial debe apoyar acuerdos eficaces y seguros desde el punto de vista jurídico para el incumplimiento de pagos. Este es un asunto que se extiende más allá de la legislación de valores, hasta las disposiciones que se refieren a la normatividad y trato jurídico de una jurisdicción. La legislación concursal debe apoyar el aislamiento del riesgo y la conservación, así como la aplicación de las garantías pagadas previamente al sistema, a pesar del incumplimiento o del inicio de un procedimiento de quiebra o administración.

Por ejemplo, los siguientes mecanismos pueden ser pertinentes para abordar una quiebra financiera o una interrupción de mercado; sin embargo, otros mecanismos también pueden ser adecuados si se cumplen los objetivos de: aislar el riesgo; y proteger los fondos de ser utilizados para cubrir el incumplimiento del intermediario.

⁴¹⁶ Consúltese *Mechanisms to Enhance Open and Timely Communication Between Market Authorities of Related Cash and Derivative Markets During Periods of Market Disruption*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 1993, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD29.pdf>, y *Coordination Between Cash and Derivative Markets*, Informe del Comité Técnico de IOSCO, octubre de 1992, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD22.pdf>.

- La legislación concursal nacional que recoja expresamente procedimientos para casos de incumplimiento de pagos del mercado.
- Garantías de bancos centrales.
- El uso de los fondos y activos propios de la empresa incumplidora para atender sus obligaciones frente a las entidades de contrapartida del mercado.
- El traspaso o la liquidación de las posiciones del cliente en la empresa incumplidora, con arreglo a las normas del mercado sin injerencias de la legislación sobre quiebras.⁴¹⁷
- La transmisión de los fondos y activos del cliente, o el uso de un sistema de garantías.
- Cuando se vayan a traspasar las posiciones o los fondos del cliente, acuerdos para distinguir las posiciones, los depósitos y las sumas devengadas de la empresa y de los clientes.

El regulador debe identificar cualquier preocupación con respecto a la legislación sobre quiebras aplicable.

Las evaluaciones del Principio 37 deben tener en cuenta cualquier vulnerabilidad en la gestión de riesgos identificada en relación con el Principio 38; y debe existir una estrecha comunicación en cuanto a los resultados en relación con este Principio, así como los relacionados con la compensación y la liquidación.

Venta en corto

Se considera que la venta en corto es un mecanismo útil en algunas jurisdicciones para ayudar a la liquidez. Desempeña un papel importante en el mercado por varias razones, tales como proporcionar un descubrimiento de los precios más eficiente, así como atenuar potencialmente las burbujas del mercado, facilitar las actividades de cobertura y otras actividades de gestión de riesgos. Sin embargo, también hay una preocupación general de que, sobre todo en condiciones de mercado extremas, ciertos tipos de ventas en corto, o el uso de las ventas en corto combinándolas con ciertas estrategias abusivas, puedan contribuir a unos mercados desordenados. Cuando se introduzca la venta en corto, debe establecerse un marco normativo eficaz. El objetivo principal de dicha regulación sería reducir el posible efecto desestabilizador que pueda causar la venta en corto, utilizada de manera abusiva, sin ejercer un impacto indebido en los préstamos de valores, las coberturas y otros tipos de operaciones que son esenciales para la formación de capital y la reducción de la volatilidad (como las utilizadas con fines de gestión de riesgos). La regulación de la venta en corto debe permitir excepciones apropiadas para ciertos tipos de operaciones para un funcionamiento y desarrollo eficientes de los mercados.

Con respecto a la Cuestión Clave 6(c), el control y la vigilancia son componentes de un sistema eficaz del cumplimiento normativo y la supervisión, inspección y sanción; que puede llevarse a cabo a través de la presentación de informes sobre posiciones cortas y/o la identificación de ventas en corto. A las autoridades de los mercados de las jurisdicciones que

⁴¹⁷ La liquidación de la empresa es aceptable en los casos en que la naturaleza de la posición haga imposible el traspaso, o en aquellos casos en que el cliente no pueda rellenar la documentación necesaria para el traspaso, o en que la regulación aplicable no permita los traspasos. Consúltense también *Report on Cooperation Between Market Authorities and Default Procedures*, supra, apartado 6(3). Sin embargo, no debe exigirse al mercado mantener operaciones no liquidadas abiertas una vez que un participante directo haya suspendido pagos.

tengan un régimen de identificación de ventas en corto, y/o de la presentación de informes sobre posiciones cortas, se les anima a establecer un mecanismo para analizar la información obtenida a través de los informes sobre ventas en corto para identificar los posibles usos abusivos del mercado y el riesgo sistémico.

Referencia

Completamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, teniendo en cuenta que la combinación de los mecanismos enumerados en la Cuestión 4 disponibles en la jurisdicción, es suficiente para reducir los efectos de cualquier quiebra y, en particular, para aislar el riesgo frente a la entidad incumplidora.⁴¹⁸

Ampliamente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, con sujeción a una evaluación de los mecanismos enumerados en la Cuestión 4, salvo a las Cuestiones 1(a), 1(b), 1(c), 2(b), 3(a) y 5, a condición de que se hayan adoptado otras medidas para hacer frente a los riesgos entre los mercados,⁴¹⁹ y tan sólo pequeñas deficiencias en las Cuestiones 6(c) ó 6(d).

Parcialmente Implementado

Requiere respuestas afirmativas a todas las Cuestiones aplicables, excepto a las Cuestiones 1(a), 3(a), 5 y 6(a) ó 6(b).

No Implementado

No se ha podido responder afirmativamente a una o más de las Cuestiones 1(d), 2(a), en su caso, 3(b), 3(c), 4 ó 6(a) y (b), o la legislación nacional sobre quiebras o cualquier otra legislación nacional pertinente no sea segura o no admita aislar el riesgo frente a la empresa incumplidora y la gestión eficaz de una perturbación.

⁴¹⁸ Véase que las respuestas a la interrupción de mercado deben tratar de facilitar la estabilidad a escala nacional y mundial a través de la cooperación, así como del intercambio de información.

⁴¹⁹ La presentación de informes de excepciones basada en un programa de vigilancia es coherente con el control previsto en la Cuestión Clave 1(a).

J. PRINCIPIO RELATIVO A LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

Principio 38 Los sistemas de liquidación de valores y las contrapartes centrales de valores deben estar sometidos a requisitos regulatorios y de supervisión que estén diseñados para garantizar que tales sistemas y entidades de contrapartida sean justos, eficaces, eficientes y que reduzcan el riesgo sistémico.

Debido a la posibilidad de perturbaciones en los mercados de valores, y de derivados, así como en los sistemas de pago y liquidación; los sistemas de liquidación de valores (SLV) y las contrapartes centrales de valores (CCV), tanto nacionales como extranjeros, deben estar sujetos a una regulación y supervisión eficaces para asegurar que sean justos, eficaces y eficientes, y que reduzcan el riesgo sistémico. Los reguladores deben estar dispuestos a colaborar con otros reguladores competentes, incluidos los bancos centrales, tanto nacionales como extranjeros, para hacer frente a los posibles riesgos nacionales y transfronterizos.

Las normas que se aplicarán a los sistemas de liquidación de valores y a las contrapartes centrales de valores, así como las metodologías para evaluar el cumplimiento de esas normas, son las que se establecen en las recomendaciones y metodologías de evaluación que han adoptado conjuntamente IOSCO y el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS) y oportunamente revisadas y adoptadas conjuntamente por IOSCO y el CPSS.⁴²⁰

La evaluación debe tomar nota de que las recomendaciones de los SLV definen el término SLV, en sentido amplio, para que incluya el conjunto completo de acuerdos institucionales para: confirmación; compensación; y liquidación de operaciones con valores; y la custodia de valores. En consecuencia, el ámbito de aplicación específico de las recomendaciones de los SLV puede variar.⁴²¹

Nota: en marzo de 2011, IOSCO y el Comité de Sistemas de Pago y Liquidación publicaron un informe de consulta pública titulado "Principios para las infraestructuras de mercados financieros", en el que se revisan y actualizan las normas para las infraestructuras de mercados financieros (FMI, por sus siglas en inglés) que facilitan el registro, la compensación y la liquidación de las operaciones monetarias, así como de otras operaciones financieras. Las normas abarcarían los sistemas de pago de importancia sistémica, instituciones para el depósito de valores (IDV), los SLV y las CCV. Las normas también proporcionarían orientación adicional respecto a las CCV y los almacenes de información de operaciones para derivados extrabursátiles (OTC). Estas normas, en caso de ser adoptadas por IOSCO y el CPSS, deben citarse en una evaluación. Debe prestarse especial atención al

⁴²⁰ Consúltese *Recommendations for Securities Settlement Systems*, Informe del Comité Técnico de IOSCO y del Comité de Sistemas de Pago y Liquidación (CPSS), noviembre de 2001, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD123.pdf>; *Assessment Methodology for "Recommendations for Securities Settlement Systems"*, Informe de IOSCO-CPSS, noviembre de 2002, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD139.pdf>; y *Recommendations for Central Counterparties* (normas y metodología de evaluación combinadas), Informe Final de IOSCO-CPSS, noviembre de 2004, disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD176.pdf>.

⁴²¹ Los reguladores de valores, los bancos centrales y, en algunos casos, los supervisores bancarios tendrán que trabajar juntos para determinar el ámbito de aplicación adecuado de las recomendaciones de los SLV. Recomendaciones IOSCO-CPSS SLV en el apdo. 1.10.

PRINCIPIO RELATIVO A LA COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN

encuadre de las nuevas normas con las normas IOSCO-CPSS existentes para determinar su aplicabilidad, así como la aplicabilidad continuada de cualesquiera normas anteriores.⁴²²

⁴²² Por ejemplo, no se realizó una completa reconsideración de las recomendaciones emitidas por los SLV en relación con el mercado como parte del examen, y se propuso que esas recomendaciones siguiesen en vigor. Consúltese la propuesta en el apdo. 1.7.

Apéndice 1 - Marco jurídico

Una regulación de los mercados de valores eficaz depende de un marco jurídico apropiado. Los asuntos que se abordarán en el Derecho interno de una jurisdicción incluirán:

1 Derecho mercantil

- 1.1 Creación de empresas
- 1.2 Funciones de los administradores y directivos
- 1.3 Regulación de las ofertas públicas de adquisición y de otras operaciones destinadas a llevar a cabo un cambio en el control
- 1.4 Legislación por la que se rige la emisión y oferta de venta de valores
- 1.5 Revelación de información a los tenedores de valores para permitir decisiones de voto fundadas
- 1.6 Divulgación de participaciones accionariales significativas

2 Código de comercio / Derecho contractual

- 2.1 Derecho de contratos
- 2.2 Facilitación del préstamo e hipoteca de valores
- 2.3 Derechos de propiedad, incluidos los derechos inherentes a los valores, así como las normas por las que se rige la transmisión de esos derechos

3 Legislación tributaria

- 3.1 Claridad y la coherencia, incluyendo, a título meramente enunciativo aunque no limitativo, el tratamiento de las inversiones y de los productos de inversión

4 Legislación sobre quiebras y concursal

- 4.1 Derechos de los tenedores de valores en caso de disolución
- 4.2 Derechos de los clientes en caso de concurso de acreedores del intermediario
- 4.3 Compensación por saldos netos

5 Derecho de la competencia

- 5.1 Prevención de las prácticas contrarias a la competencia
- 5.2 Prevención de barreras a la entrada injustas
- 5.3 Prevención del uso abusivo de una posición dominante en el mercado

6 Derecho bancario

7 Sistema de solución de diferencias

- 7.1 Un sistema judicial imparcial y eficiente (incluyendo la alternativa del arbitraje o de otros mecanismos alternativos de solución de diferencias)
- 7.2 Fuerza ejecutiva de las resoluciones judiciales y de los laudos arbitrales, incluyendo las resoluciones y laudos extranjeros