

CAPÍTULO 1

Aspectos generales del enforcement en materia de protección del inversor

Mayte de Miguel Ruiz

Subdirectora del Servicio Contencioso y del Régimen Sancionador. CNMV. España

José Alexandre Cavalcanti Vasco

Superintendente de Protección y Orientación a los Inversores. CVM. Brasil

1. ESTRUCTURA DEL ENFORCEMENT EN MATERIA DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR
 - 1.1. Introducción
 - 1.2. Las estructuras de enforcement en el ámbito iberoamericano
2. INSTRUMENTOS DE ENFORCEMENT
 - 2.1. Introducción a la protección del inversor. Razones que aconsejan el endurecimiento de la normativa
 - 2.2. Procedimiento sancionador
 - Introducción
 - Formas de iniciación. Denuncias anónimas
 - Principios y garantías
 - 2.3. Competencia sancionadora de los Autorreguladores en esta materia
 - 2.4. Otras formas de garantizar la protección del inversor y el cumplimiento normativo en esta materia. Acuerdos
 - 2.5. Confidencialidad durante el proceso de investigación y sancionador. Interesados en dichos procesos
 - 2.6. Medios de prueba
3. SANCIONES
 - 3.1. Tipos de infracciones. Elementos distintivos de los tipos
 - 3.2. Sanciones. Tipos
 - 3.3. Independencia del Supervisor. Destino y cobro de las sanciones de multa
 - 3.4. Proporcionalidad de las sanciones impuestas
 - 3.5. Tipos penales relacionados con la protección del inversor

1. ESTRUCTURA DE ENFORCEMENT EN MATERIA DE PROTECCIÓN DEL INVERSOR

1.1. Introducción

Ante los escándalos y crisis que han afectado a los países en los últimos años, la efectividad del *enforcement* y de la regulación en los mercados de capitales ha sido cuestionada en diversos ámbitos y, como consecuencia de ello, surgió un gran debate y reflexión sobre el papel tradicional de los órganos reguladores del sistema financiero. En los países donde la revisión de ese papel ya estaba siendo considerada o implementada gradualmente, dichos procesos sufrieron cambios y correcciones de rumbo. Así, en algunas jurisdicciones donde se estaban probando medios alternativos con el objetivo de destinar de forma más eficiente o efectiva los recursos —generalmente limitados— de las agencias reguladoras, se renovó la percepción sobre la necesidad de contar con una capacidad de respuesta creíble ante fraudes y otras conductas ilícitas. En apenas pocos años, las políticas establecidas en algunos países que percibían el *enforcement* como un elemento importante pero de menor dimensión con respecto a otros medios a su disposición¹, se reformularon. Este proceso de aprendizaje, ocurrido a escala global y apoyado en diversos organismos y foros internacionales, condujo a una nueva apreciación del *enforcement*, a la par de otras estrategias a disposición de los reguladores, revalorizando su papel crucial para disuadir la práctica de delitos y abusos, como parte esencial de políticas públicas que tengan el efecto de producir en los participantes de los mercados regulados la apreciación del riesgo tangible de ser responsabilizados y, por tanto, a sufrir consecuencias relevantes inclusive en la esfera penal².

El *enforcement* siempre ha sido percibido como una variable absolutamente indispensable para el éxito de la regulación y, en algunos casos, como parte integrante del propio proceso regulatorio. En este sentido, Robert Baldwin y Martin Cave³ sitúan ese

1. En el Informe de la FSA (Financial Services Authority) de 2007 se decía: "La aplicación es una parte de cualquier instrumento regulador. En nuestro caso se trata de una parte relativamente pequeña pero importante de nuestra estrategia y enfoque reglamentario global. En los últimos años, hemos hecho un gran esfuerzo para mejorar la eficiencia y la equidad del proceso de ejecución. Estamos comprometidos para llevar adelante los casos apropiados y demostrar a través de estos casos que nuestro enfoque es proporcionado, razonado y justificado legalmente". Informe FSA regulación basada en principios —Focalizarse en los resultados importantes—, 2007.

2. El plan de la FSA para 2009/2010 (FSA Business Plan 2009/2010), expresamente decía: "Estamos comprometidos en lograr cambios reales en el comportamiento para evitar los abusos en los mercados. Vamos a continuar con las duras medidas coercitivas como parte de nuestro programa de disuasión creíble; aquellos infractores se enfrentarán a un riesgo real y tangible de tener que rendir cuentas y pueden llegar a sufrir consecuencias significativas. Esto nos llevará a iniciar diligencias penales, imposición de sanciones civiles y la realización de órdenes de allanamiento y arrestos como se requirió en todo 2009/10".

3. Baldwin, Robert; Cave, Martin. *Understand Regulation. Theory, Strategy and Practice*. New York: Oxford University Press, 1999.

proceso en tres elementos o etapas, a saber: la promulgación de una legislación apropiada, la creación de Administraciones regulatorias y normas, y la implementación de esas normas sobre las personas o instituciones a ser influenciadas o controladas, siendo esta última (el *enforcement*) tan vital para el éxito de la regulación como las otras dos.

Pero así como la producción de normas estatales para el ordenamiento de los mercados ha sufrido cambios en los últimos años, con mayor o menor participación privada (autorregulación), e incluso cambios de filosofía (un mayor detalle de las reglas o su formulación por principios, dejando a los regulados la elección de los medios adecuados de implementarlos), también en el campo del *enforcement* se han dado diferentes visiones, al estar íntimamente ligadas al tipo de regulación existente y a la estructura regulatoria. Es así como también las diferentes estrategias de regulación⁴ han repercutido en las estrategias y estructuras de *enforcement*.

Aunque el *enforcement* ha pasado por cambios de enfoque, principalmente con la progresiva admisión de medios alternativos de solución de conflictos —en algunas jurisdicciones, suspendiendo o interrumpiendo procesos administrativos sancionadores o con una mayor participación de los propios regulados, normalmente por medio de asociaciones y entidades autorreguladoras—, esas innovaciones nunca llegaron a colocar su existencia en entredicho. Además, en el ámbito específico de los mercados de capitales, por las propias características de su mayor complejidad y de los riesgos involucrados, la protección de los inversores menos sofisticados o de menor capacidad económica siempre fue percibida como un objetivo inseparable de la regulación. Esa preocupación está aún más justificada ante la repercusión que las prácticas ilícitas pueden generar en la confianza sobre los mercados y las estructuras creadas para su supervisión y para punir delitos y otros ilícitos financieros.

En este sentido, a pesar de que pueden existir efectos negativos en la divulgación de casos de fraude y otros ilícitos, las acciones de *enforcement* pueden proporcionar un importante contrapunto y, también, apoyar la recuperación o el mantenimiento de la confianza en el sistema financiero y en sus instituciones: *“Una forma en la que un gobierno puede afectar la confianza de la gente es a través de una rigurosa aplicación de las normas existentes. Sabemos que desde la psicología los acontecimientos sobresalientes tienden a ponderar en la mente de las personas. Por lo que, mientras que los casos individuales de fraude altamente publicitados pueden tener un efecto negativo en*

4. Para un análisis pormenorizado con respecto a los cambios en las estrategias de regulación, desde el énfasis en la regulación, pasando por los procesos de desregulación y las más recientes tendencias de fortalecimiento de la regulación, consultar: Ménard, Claude; Ghertman, Michel. *Regulation, Deregulation, Reregulation. Institutional Perspectives*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing Limited, 2009.

la confianza, los casos de aplicación altamente publicitados pueden tener un efecto positivo. [...] una mayor desconfianza conduce a una mayor demanda de intervención del gobierno. Pero una similar relación también existe en la serie temporal. Luego de cada gran crisis, aumenta la demanda de intervención del gobierno. Por ejemplo, después de la crisis de 1929, hubo una gran demanda de intervención. Lo mismo ocurrió tras los escándalos Enron y WorldCom. Y lo mismo sucede hoy en día. La falta de intervención se percibe como indiferencia, mientras que una pequeña intervención puede generar la esperanza de que el sistema va a mejorar y elevar así el nivel de confianza”⁵.

La importancia del *enforcement* para la confianza de la población y de los inversores en los mercados y sus instituciones, se presenta como un elemento de especial relevancia para los países donde esos mercados están menos desarrollados y gran parte de los inversores poseen un menor grado de educación o sofisticación, en el sentido de una menor capacidad de comprender los potenciales riesgos involucrados en las diferentes operaciones, productos y servicios a su disposición. Según señalan algunos estudios⁶, la decisión de invertir en acciones envuelve una dimensión emocional muy fuerte, siendo mucho más influyente dicho factor cuanto menor sea el grado de educación del inversor. De ese modo, una reducción del grado de confianza en el mercado puede conducir a dramáticas reducciones en el grado de participación de la población en los mercados bursátiles. Evidentemente, esa inferencia debe ser tomada con cautela y no puede desconsiderar las características sociales, demográficas, económicas e inclusive culturales de cada país, pero puede servir como una alerta para la potencial reducción de la participación del mercado de capitales en la vida nacional ante una crisis de confianza de la población.

Ejemplo de ello fue la crisis del mercado de capitales brasileño de 1971. Después de un periodo de crecimiento apoyado en medidas de incentivo fiscal a la inversión en acciones de empresas, siguió una contracción del número de inversores que perduró por décadas hasta la progresiva reversión de la situación a partir de mediados de los años 90, debido también al apoyo de políticas públicas y a otros factores. En 1976, se establecieron los nuevos marcos legales del mercado de capitales, con la creación del órgano regulador sectorial (la Comisión de Valores Mobiliarios) y de las sociedades por acciones. Por su parte, la producción de respuestas gubernamentales a problemas en la sociedad que se perciban como fallas de mercado, tiene como ejemplo

5. Zingales, Luigi, "The Future of Securities Regulation" (January 29, 2009). *Chicago Booth School of Business Research Paper*, n° 08-27; FEEM Working Paper n° 7.2009. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1319648>.

6. Estudios citados por Zingales, Luigi, en "The Future of Securities Regulation" (January 29, 2009). *Chicago Booth School of Business Research Paper*, n° 08-27; FEEM Working Paper, n° 7.2009. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1319648>.

paradigmático el mercado norteamericano donde la legislación introducida en los años 30 tenía el objetivo de restaurar la confianza del público en el mercado de valores⁷.

Esta breve introducción destaca la existencia de un *enforcement* efectivo como condición necesaria para alcanzar los objetivos pretendidos por la propia regulación del mercado de capitales⁸, conclusión que está avalada por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (IOSCO, por sus siglas en inglés). Los inversores son particularmente vulnerables a conductas irregulares de los intermediarios y otros participantes del mercado, y la capacidad de reacción de cada individuo, aisladamente, es claramente limitada, lo que deja un largo campo para la actuación estatal en la represión de fraudes y otros ilícitos practicados. La insuficiencia de los medios puestos a disposición de cada inversor, junto con las complejas características de las transacciones en esos mercados, requiere que haya una reacción vigorosa de los órganos responsables siempre que se incumplan las reglas establecidas (*"cuando se produce una infracción de la ley, los inversores deben ser protegidos a través de la aplicación estricta de la ley"*⁹).

No es por una razón menor que IOSCO incluyera en sus principios para la regulación del mercado de valores una categoría específica para el *enforcement*, de entre las nueve existentes, desarrollado en tres principios:

"Principio 10. El regulador tendrá amplios poderes de inspección, investigación y vigilancia.

Principio 11. El regulador debe contar con poderes generales de aplicación.

*Principio 12. El sistema regulatorio debe asegurar un uso eficaz y creíble de las competencias de inspección, investigación, vigilancia y ejecución y la implementación de un programa efectivo de cumplimiento"*¹⁰.

Por lo tanto, la existencia de poderes amplios para supervisar e investigar conductas practicadas en los mercados regulados es una condición necesaria para cumplir los objetivos de la regulación. La complejidad de los mercados de inversiones requiere

7. Zingales, Luigi, *op. cit.*

8. La regulación de los mercados de valores ("reglamentación de valores") tiene como objetivos, según IOSCO: proteger a los inversores; asegurar que los mercados sean eficientes, transparentes y justos; y reducir el riesgo sistémico. Esos objetivos no son estancados ni independientes, sino que están relacionados entre sí. Específicamente, en cuanto al papel del *enforcement*, el documento "Objetivos y principios para la reglamentación de valores" editado por IOSCO reconoce lo esencial de su efectividad para que los objetivos se puedan alcanzar: "Además, cuestiones como la vigilancia minuciosa y programas de cumplimiento, la aplicación efectiva y una estrecha cooperación con otros reguladores son necesarias para dar efecto a los tres objetivos".

9. IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de valores <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

10. IOSCO. Objetivos y principios para la regulación de valores. Junio 2010. Vid en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD323.pdf>

una capacidad efectiva de reacción, inclusive de *enforcement*, ante conductas irregulares, sea por el propio regulador o por otra autoridad gubernamental, sin que ese poder reduzca o impida la actuación de los propios perjudicados en defensa de sus derechos e intereses. De ahí que la facultad o capacidad para exigir informaciones, investigar, aplicar sanciones u otras medidas —firmar acuerdos y adoptar providencias que puedan llevar a la responsabilización penal cuando se detectan indicios de delitos financieros—, forman parte del conjunto de poderes mínimamente recomendado para cualquier comisión o superintendencia de valores.

Puede suceder que dichos poderes no necesariamente estén concentrados en un único regulador —existiendo diversos modelos que también pueden ser efectivos—, sino que estén distribuidos en otras entidades gubernamentales o autorreguladoras. El desafío para que se alcance efectividad, deriva de la necesidad de que dichas estructuras dispongan de medios que permitan una efectiva colaboración e intercambio de informaciones entre los órganos responsables.

La crisis de 2007-2008 puso en evidencia la necesidad de contar con una estructura para la supervisión y el *enforcement* capaces de acompañar la innovación financiera y tecnológica experimentada en las últimas décadas, y la progresiva interconexión de sectores y mercados que desafían los límites tradicionales de actuación de los órganos reguladores sectoriales (estructura funcional que se explicará más adelante). Por ello, la existencia de canales formales y efectivos de intercambio de informaciones son fundamentales, no solo para identificar las fallas y los problemas en los límites de cada participante del mercado (emisor de valores, intermediario o prestador de servicios), sino para extraer un juicio realista y, por consiguiente, comprensivo de la situación real de determinadas instituciones financieras. La comisión instituida para analizar las causas de la crisis en el mercado norteamericano destacó específicamente este punto¹¹. Adicionalmente, la propia dinámica de la crisis también provocó el

11. El Informe de la "Financial Crisis Inquiry Commission", publicado en enero de 2011, destaca la importancia de una efectiva cooperación entre órganos reguladores en el intercambio de informaciones (p. 298): "*Aunque la SEC y Fed trabajaron juntos en las pruebas de estrés de liquidez, con igualdad de acceso a los datos, cada agencia ha comentado que desde hacía meses durante la crisis, no estaban de acuerdo con sus análisis y conclusiones. Por ejemplo, tras la quiebra de Lehman en septiembre, la Fed comentó al examinador de quiebra que la SEC se había negado a compartir dos opiniones horizontales (inter-empresa) sobre las posiciones de liquidez de los bancos y las exposiciones a bienes raíces comerciales. La respuesta de la SEC fue que los documentos estaban en formato 'borrador' y no habían sido revisados o finalizados. El conflicto se agravó; el personal in situ de la Fed creía que el personal in situ de la SEC no contaba con los conocimientos previos o experiencia para evaluar adecuadamente los datos. Esta falta de comunicación fue corregida a través de un memorando formal de entendimiento (MOU) para regular el intercambio de información. Según el expresidente de la SEC, Christopher Cox, 'Una de las razones por las que se necesitó el MOU fue porque la Fed se mostró reacia a compartir la información supervisada por la SEC, sin reparar que los bancos de inversión no obtendrían información si pensaban que se referirían a la SEC para su ejecución'. El memorando formal de entendimiento (MOU) no fue ejecutado hasta julio, más de tres meses después del colapso de Bear Stearns.*"

rediseño de algunas de esas estructuras institucionales, inclusive con la creación de nuevas agencias reguladoras, como ocurrió en los EE.UU. y en Reino Unido.

Este debate está lejos aún de agotarse, ya que en cada jurisdicción, en mayor o menor grado, se ha reflexionado sobre las estructuras necesarias para una supervisión efectiva y para desarrollar una capacidad creíble de reacción en el contexto actual.

Así, en primer lugar, el regulador debe tener a su disposición un amplio abanico de opciones que permitan encontrar la solución más eficiente y adecuada para cada tipo de situación. En otras palabras, un estilo o estrategia de *enforcement* puede variar entre el *compliance* y el *deterrence* —utilizando las expresiones originales de la lengua inglesa—. En el primer caso, el objetivo estará en la obtención de la conformidad o concordancia de una conducta con los estándares establecidos por el ordenamiento jurídico sectorial, sin consecuencias de naturaleza sancionadora. En el segundo caso, se intenta alcanzar un grado de disuasión y desaliento de futuras infracciones. Estos dos estilos atraen diversas críticas. Los críticos del *compliance* argumentan que puede ser un indicador de proximidad entre el regulador y el regulado, o inclusive de falta de recursos disponibles para el *enforcement*. Para este grupo, el *deterrence* y el *enforcement* restricto de las reglas es el medio efectivo para cambiar la cultura corporativa y producir cambios de comportamiento en los participantes del mercado, reduciendo el riesgo de infracciones futuras. Para el grupo de críticos del *deterrence*, el *compliance* es la forma más eficiente de usar los recursos limitados de un regulador, permitiendo un nivel mayor de observancia de las reglas para un determinado nivel de costos incurridos por la agencia reguladora. A partir de este punto de vista, el *enforcement* que sea meramente legalista puede resultar inflexible, fallar en la identificación de las mejores alternativas para perfeccionar el funcionamiento, crear hostilidades y desestimular la cooperación que, al final, reduciría la propia efectividad del *enforcement* y aumentaría los costos¹².

Aunque a lo largo del tiempo puedan existir cambios en las prioridades o en los aspectos a destacarse en cada estrategia de *enforcement* es indiscutible que, en el ámbito internacional, las jurisdicciones en la práctica permiten la coexistencia simultánea de diversos planteamientos posibles¹³. En efecto, en una visión que excede las

12. Baldwin, Robert; Cave, Martin, *op. cit.*, p. 98.

13. Puri, Poonam. *Enforcement Effectiveness in the Canadian Capital Markets*. "Los estudios realizados en diversos ámbitos de reglamentación muestran que cuando los reguladores tienen a su disposición una serie de sanciones de aplicación, estrategias y enfoques, se logra un mayor cumplimiento. El principio básico es que se deben utilizar con mayor frecuencia enfoques 'más suaves' y menos agresivos, antes de considerar enfoques más duros y severos. La disponibilidad y la posible aplicación de enfoques más duros y severos serán disuasorios para los participantes del mercado e impulsarán a la mayoría de ellos a cumplir. Actualmente no es necesaria la aplicación frecuente de enfoques duros, por lo que puede llevar a un mayor incumplimiento general. Este enfoque se caracteriza por una pirámide regulatoria que sugiere que los

posiciones radicales y antagónicas, modernamente el *enforcement* envuelve una combinación de varios planteamientos, alcanzando un equilibrio o sinergia entre punición y persuasión. Rechazar la primera sería ingenuo, pero estar totalmente comprometido con ella puede ser igualmente excesivo. Evidentemente, como toda metodología que debe ser aplicada en diferentes contextos, la elección del estilo más adecuado acabará dependiendo de varios factores, incluyendo el ambiente social, político y económico de la jurisdicción¹⁴.

A pesar de que cada país encuentre el modelo más adecuado para su mercado, habiendo distinciones importantes entre cada jurisdicción, no se puede dejar de concluir que, en general, los reguladores utilizan los diversos medios a su disposición para conseguir la consecución de sus objetivos, existiendo una proporcionalidad entre la gravedad de la infracción y la estrategia de *enforcement*.

El siguiente modelo, propuesto por Ian Ayres y John Braithwaite, estructura esas estrategias en una pirámide ("*pirámide de estrategias de aplicación*")¹⁵, siendo este planteamiento ("*reglamento receptivo*") razonablemente exitoso para evidenciar el escalonamiento de las medidas adecuadas, en una escala de progresivo intervencionismo, caso de que el regulado se mantenga refractario a la corrección de procedimientos o la interrupción de la situación de infracción.



En la base de la pirámide estarían los esfuerzos de *enforcement* de los propios regulados (autorregulación), y estos probablemente estarán actuando en la mayoría de

reguladores deben utilizar la buena voluntad, la cooperación y la persuasión para lograr el cumplimiento antes de recurrir a sanciones más duras y estrictas". Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2100420>.

14. Kagan, R. A. (1989), "Editor's Introduction: Understanding Regulatory Enforcement". *Law & Policy*, 11: 89-119.

15. Ayres, Ian; Braithwaite, John. *Responsive Regulation: transcending the deregulation debate*. New York: Oxford University Press, 1992.

las situaciones, mientras que en la cúspide —y en número mucho menor— se encuentra el *enforcement* estatal que se encarga de los casos críticos donde, por su relevancia, el regulador ya dejaría bien clara la imposibilidad de encontrar soluciones alternativas a la punición sin ningún espacio de discrecionalidad. Entre los dos extremos, se podrían adoptar estrategias intermedias como la propuesta de "autorregulación coaccionada"¹⁶. Los propios autores de este modelo reconocen que la pirámide señalada como ejemplo es apenas una de entre las posibles alternativas existentes. La base de la pirámide, por ejemplo, podría ser un mercado totalmente libre, sin ninguna regulación ni autorregulación. En otras la base de la pirámide (autorregulación) sería seguida por estrategias de persuasión y, luego en un grado mayor, la llamada "estrategia insistente" (ambas estrategias de *compliance*, siendo la primera más acomodaticia y la segunda más enfática, con límites estrictos de tiempo para la adopción de medidas correctivas). Finalmente, en la cima, estaría la "regulación de comando", como estrategia de "*deterrence*"¹⁷.

Junto a la pirámide de estrategias, también habría, en cada jurisdicción, una pirámide de sanciones que se muestra a continuación.



En su base —donde estarían la mayor parte de las actuaciones del órgano regulador— se incluyen medidas de persuasión para obtener la conformidad del participante

16. En ese modelo, las reglas son propuestas por las propias empresas y aprobadas por el gobierno, siendo puestas en práctica por el propio regulado, aunque con la posibilidad de *enforcement* gubernamental. Como ejemplo de aplicación de esta estrategia de *enforcement*, que es reconocidamente incipiente, se cita el U.S. Mine Safety and Health Act, de 1977, que permite a los operadores de minas someter para su aprobación federal, sus propios planes y reglas de actuación como alternativa a las normas y estándares gubernamentales existentes.

17. Baldwin, Robert; Cave, Martin, *op. cit.*, p. 99.

del mercado a las reglas de forma voluntaria. En un segundo momento, evidenciada la incapacidad de esas acciones para persuadir al regulado, la reacción de la entidad responsable del *enforcement* adquiriría algún grado de formalidad, alertando formalmente y solicitando providencias correctivas o de reparación. En el ejemplo indicado, las medidas serían progresivamente agravadas, hasta la exclusión de la persona o entidad (intermediario, prestador de servicios o emisor de valores) del propio mercado.

La posibilidad de escalonar las respuestas y la disponibilidad de medidas de consecuencias más graves cuanto mayor sea la seriedad de la infracción pueden ser también vitales para obtener un efecto de disuasión o desestímulo a prácticas irregulares. La cooperación de los participantes podría ser mayor en la proporción de la cantidad de opciones al alcance del órgano regulador. Efectivamente, una agencia gubernamental que disponga solo de una única medida puede no conseguir desestimular conductas irregulares, si la sanción es evidentemente desproporcionada frente al menor potencial ofensivo de la falta. En ese escenario, la punición será de improbable aplicación, percepción que puede eliminar el desincentivo a la conducta indeseada.

Escapa del objetivo de este Estudio detallar las críticas a este modelo, pero resulta interesante mencionarlo porque proporciona una alternativa razonable a la polarización entre persuasión y punición, al destacar que el equilibrio puede y tiende a ser alcanzado entre esos dos extremos, siempre que las condiciones lo permitan¹⁸.

El *enforcement*, como parte integrante de una estrategia de regulación, no puede ser percibido de forma aislada. Se debe verificar el cumplimiento de las reglas y que estas sean más específicas, precisas y detalladas. Además, se deben identificar las infracciones y sancionarlas con un esfuerzo cualitativamente diferente del aplicado en un ordenamiento guiado más por principios o que sean, simplemente, más genéricas. Para agregar apenas una dimensión más a este punto, la mayor o menor complejidad de una regla impone desafíos diferentes.

En cuanto a las estructuras existentes, son los órganos que las integran los que, en la ejecución de sus mandatos con sus poderes y limitaciones y en el ámbito del perímetro

18. Es evidente que si el ordenamiento jurídico no permite que el regulador adopte soluciones de persuasión, cuando identifique el incumplimiento de una norma será obligatoria la aplicación de sanciones. Además, la "regulación sensible" puede ser simplemente ilegal o inconstitucional en determinadas jurisdicciones.

Otra crítica que puede ser realizada a este planteamiento tiene que ver con el hecho de que, a veces, los riesgos involucrados pueden ser de tal magnitud que no tiene sentido seguir un escalonamiento progresivo de respuestas, sino al contrario, puede ser necesario partir directamente de una respuesta más dura, a partir del vértice de la pirámide.

de competencias legalmente demarcado, implementan en la práctica el *enforcement*. De ahí que, estructuras similares pueden desarrollar importantes diferencias de estilo, de filosofía y, por consiguiente, de efectividad.

En este punto, es importante incidir en que diferentes estructuras institucionales pueden ser igualmente efectivas, sin que exista una solución única o ideal¹⁹. A continuación se mencionarán los tres modelos básicos y principales de estructuras organizativas de regulación financiera, por el impacto que poseen o pueden poseer en el *enforcement*²⁰.

El primero modelo es el **funcional**, que separa los órganos reguladores conforme a las diversas funciones de los servicios financieros, como la actividad bancaria, de seguros, de valores y futuros, de modo que las actividades similares sean reguladas por el mismo regulador. En este modelo, cada regulador está especializado en el sector bajo su responsabilidad, considerándose ineficiente o incluso impracticable que una entidad desarrolle experiencia en regular varios, o incluso todos, los diferentes aspectos del sistema financiero. De acuerdo con el Proyecto para Estructura de Regulación Financiera Modernizada de EE.UU.²¹ *“un enfoque funcional de regulación presenta varias insuficiencias, la más significativa es el hecho de que ningún regulador posee toda la información y la autoridad necesaria para controlar el riesgo sistémico, o la posibilidad de que los eventos relacionados con las instituciones financieras puedan provocar un amplio desplazamiento o una serie de incumplimientos que afecten al sistema financiero de manera tan significativa que la economía real se vea afectada negativamente. Además, la incapacidad de cualquier regulador de actuar de forma coordinada en todo el sistema financiero hace que los problemas relacionados con la estabilidad del mercado financiero sean más difíciles de abordar. En segundo lugar, en vista de una mayor convergencia de proveedores de servicios financieros y sus productos, surgen conflictos de competencia entre y dentro de los reguladores funcionales, lo cual a menudo dificulta la introducción de nuevos productos, la innovación se hace más lenta, y la migración de servicios y productos financieros se hace obligatoria a mercados extranjeros más adaptables. Los ejemplos de recientes disputas entre organismos son: el largo proceso que rodea al desarrollo de las normas de capital Basilea II de EE.UU., la caracterización de un producto financiero como garantía o contrato de futuros, y el alcance de las ventas de seguros de los bancos. Por último, un sistema funcional también da lugar a la duplicación de ciertas actividades comunes a través de los reguladores. Aunque cierto grado de especialización puede ser importante para*

19. IOSCO. *Objectives and Principles of Securities Regulation*. p. 15.

20. Para este breve análisis de estructuras organizativas de regulación financiera, vamos a apoyarnos, en parte, en la nomenclatura utilizada por el Departamento del Tesoro de EE.UU.

21. Proyecto para Estructura de Regulación Financiera Modernizada. Departamento del Tesoro de EE.UU. (2008).

la regulación de las instituciones financieras, muchos aspectos de la regulación financiera y la regulación de la protección del consumidor tienen temas en común. Por ejemplo, aunque las medidas claves de la salud financiera tienen diferente terminología en bancos y seguros, en capital y superávit respectivamente, ambas cumplen una función similar de asegurar la solidez financiera y la capacidad de las instituciones financieras para cumplir con sus obligaciones. Del mismo modo, si bien existen diferencias específicas entre las instituciones, el objetivo de la mayoría de las normativas de protección de consumidores es garantizar que los mismos reciban información adecuada sobre las condiciones de las transacciones financieras y que la industria cumpla con las prácticas de ventas apropiadas".

Otro modelo adoptado más modernamente es el que propugna un **único y consolidado órgano regulador del sistema financiero**, con la unión de las responsabilidades de supervisión de participantes de los mercados bancarios, de seguros y de capitales. Esta estructura fue aplicada en diversos países como en el Reino Unido, Japón, Noruega, Dinamarca y Suecia. Una de las ventajas de este modelo sería la posibilidad de aumentar la eficiencia al combinar las funciones comunes de reguladores individuales en esa entidad única, reduciendo de este modo las necesidades de personal, y permitiría, o por lo menos facilitaría, que se adoptase internamente un tratamiento consistente de regulación de los diferentes productos y servicios financieros, así como de las instituciones reguladas. En esta concepción, ese órgano estaría mejor posicionado para tener una visión más clara y amplia de los riesgos del sistema financiero, al contrario de una visión fragmentada que sería más típica de los reguladores funcionales o sectoriales. Finalmente, se evitarían los problemas que naturalmente surgen cuando se dispone de varios órganos reguladores actuando en el mismo ambiente, muchas veces con competencias superpuestas. Sin embargo, dicho modelo puede dar lugar a deficiencias de supervisión, como se destaca en el estudio del Departamento del Tesoro de los EE.UU., *"en primer lugar, mantener todas las funciones de regulación relacionadas con la regulación financiera y de consumidores en una sola entidad puede dar lugar a la focalización en diversos grados de estas funciones clave. Las sinergias limitadas en términos de regulación asociadas con la protección financiera y de consumidores pueden hacer que el regulador se centre más en una sobre otra. También puede haber dificultades en la asignación de recursos para estas funciones. En segundo lugar, un enfoque consolidado normativo para la supervisión financiera podría también conducir a una menor disciplina de mercado, ya que el mismo regulador regularía todas las instituciones financieras, tengan o no una garantía explícita del gobierno. Esto parece ser particularmente importante en los Estados Unidos, donde una serie de instituciones financieras tienen acceso a las garantías gubernamentales explícitas de varios grados. En tercer lugar, puesto que la reforma regulatoria debe tener en cuenta el papel del banco central, el enfoque normativo consolidado*

debe mantener un cierto grado de coordinación con el Banco Central, si el banco central va a ser el responsable final de algún aspecto de la estabilidad del mercado. La experiencia reciente del Reino Unido con Northern Rock pone de relieve la importancia de esta función en el enfoque regulador consolidado. Por último, la escala de las operaciones necesarias para la creación de un regulador único y consolidado en los Estados Unidos podría hacer que el modelo sea más difícil de implementar en comparación con otras jurisdicciones”.

El tercer modelo de estructuras de regulación del sistema financiero es el que se conoce como “**Twin Peaks**” adoptado, por ejemplo, en Australia y en Holanda. En este modelo, la responsabilidad de la regulación prudencial de las instituciones financieras es ejercida por una agencia reguladora específica, mientras que la supervisión de conductas, con el objetivo más directo de protección del consumidor, quedaría bajo la dirección de otra entidad gubernamental. De este modo, se resuelve el problema del potencial conflicto que puede surgir entre los intereses de la protección del consumidor por un lado, y el de la actuación prudencial del otro, teniendo esta el objetivo de proteger la seguridad y la solidez de las instituciones. En un ejemplo simple, la defensa del inversor puede ser obviamente alcanzada por la aplicación de sanciones y resarcimientos, pero estos, si son muy severos, pueden realmente afectar o amenazar la propia existencia de la entidad²².

Para concluir esta visión general de las estructuras de *enforcement* y su reciente evolución, es interesante comentar que recientemente en el Reino Unido —donde se implementó en los años 2000 una reforma encaminada hacia un órgano regulador consolidado²³—, como resultado directo de las reflexiones producidas a partir de la crisis de 2007-2008, se ha establecido un nuevo planteamiento en relación con la regulación financiera con evidente impacto en las estructuras de *enforcement* existentes. Según un documento del Tesoro del Reino Unido divulgado en enero de 2012 (“Un nuevo enfoque de la regulación financiera: garantizar la estabilidad, proteger a los consumidores”), el gobierno pretende desarrollar un rediseño del sistema en los siguientes ejes principales:

22. Coffe, John C. Berle, Adolf A. *Enhancing Investor Protection and The Regulation of Securities Act*. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1372194>.

23. Destacar que el Reino Unido fue el primer centro financiero internacional que promovió un cambio hacia la dirección de un regulador unificado, por medio de la Ley de Servicios Financieros y Mercados —Financial Services and Markets Act, de 2000—. Esa implantación fue resultado de las críticas ante una serie de hechos ocurridos en el sector financiero que, en gran parte, se atribuyeron a una infraestructura regulatoria, excesivamente fragmentada. En esa estructura, gran parte de los poderes eran delegados a la Junta de Inversiones y de Valores —Securities and Investment Board (SIB)—, pero con la participación activa de diversos autorreguladores, los cuales fueron objeto de críticas en cuanto a su incapacidad de proteger a los consumidores de fraudes y otras irregularidades.

- a) Establecer un regulador macro-prudencial (Autoridad de Conducta Financiera —Financial Policy Committee, FPC—), en el ámbito del Banco de Inglaterra, con poderes para vigilar y actuar ante riesgos sistémicos.
- b) Transferir responsabilidades sobre la regulación micro-prudencial de empresas que administran riesgos complejos a un nuevo regulador (Autoridad de Regulación Prudencial —Prudential Regulation Authority, PRA—), establecido como subsidiario del Banco de Inglaterra; y
- c) Establecer un nuevo regulador de conductas, (Autoridad de Conducta Financiera —Financial Conduct Authority, FCA—) para asegurar que los participantes de los mercados financieros adopten conductas que sean en beneficio de los intereses de todos los usuarios y participantes del sistema financiero.

Como transición o preparación al nuevo modelo, en abril de 2012, la FSA pasó a operar internamente en un modelo de supervisión de "twin peaks", reflejando en gran parte el modo por el que las dos organizaciones (PRA y FCA) operarán en el futuro. La nueva estructura regulatoria no excluye el papel del *enforcement* en la protección de los inversores, al contrario, señala que una actuación fuerte y decisiva es vital para asegurar que los participantes colocarán a los consumidores en el centro de sus prioridades²⁴.

1.2. Las estructuras de enforcement en el ámbito iberoamericano

Tal y como se ha explicado anteriormente, el *enforcement* en materia de protección del inversor es usualmente concretado por las estructuras reguladoras establecidas en cada jurisdicción, en muchos casos, pudiendo existir una actuación complementaria de las entidades autorreguladoras.

En el ámbito de los países participantes de este Estudio, los órganos competentes en la emisión de normas de protección del inversor en el ámbito del mercado de valores

24. En octubre de 2012, la FSA divulgó en su página web el documento "Journey to the FCA" (disponible en <http://content.yudu.com/A1z7zd/journey-to-the-fca/>) por medio del cual se divulga el planteamiento que la nueva FCA llevará a cabo para alcanzar los objetivos regulatorios. En lo que se refiere específicamente al *enforcement*, se reconoce su importancia para la disuasión de conductas irregulares y para la obtención de mejores resultados para los consumidores de servicios financieros. Una lista de los compromisos en relación con el *enforcement* da una medida de la renovada importancia de esa función en la nueva estructura regulatoria (p. 37):

- obtener más casos de aplicación y promulgar la imposición de sanciones severas por infracciones de normas;
- buscar más casos contra individuos e incorporar miembros titulares de alta dirección responsables de sus acciones;
- buscar procesos penales, incluso para operaciones con información privilegiada y para la manipulación del mercado en los casos apropiados; y
- seguir dando prioridad para la obtención de una indemnización para los consumidores".

son, por regla general, los responsables de la supervisión de su cumplimiento. En varias jurisdicciones existen también ordenamientos específicos con el objetivo de proteger al consumidor, sea por disposiciones generales, sea por la actuación de órganos de defensa para los servicios financieros.

El análisis evidencia que las estructuras de regulación funcional predominan en la región, existiendo más de un órgano regulador del sistema financiero de cada país. La división de competencias se hace en general por mercado, desde la tradicional que cuenta con cuatro supervisores —banca, valores, seguros y pensiones— como sucede en Brasil y Costa Rica, hasta las combinaciones que resultan en un número inferior (por ejemplo tres en el caso de Argentina y España, o dos en Bolivia y Perú).

Incluso en ese tipo de modelo funcional, no siempre resulta que la supervisión recaiga únicamente en el órgano regulador y supervisor sectorial. En efecto, el ejemplo más común encontrado en países en que el regulador bancario no es el mismo del mercado de valores es cuando un banco distribuye valores al público. Para esta actividad, el banco será supervisado por el órgano regulador del mercado de valores, mientras que en otros instrumentos de naturaleza bancaria, el *enforcement* será realizado por su regulador primario. Por otra parte, no debemos olvidar que los ciudadanos tienen a su disposición productos y servicios no abarcados por el mercado de valores de manera estricta, aunque constituyan también inversiones. De ahí que estos modelos institucionales requieren coordinación, para evitar teóricas superposiciones o lagunas en las competencias de los órganos del Estado que inspeccionan, vigilan o controlan (*enforcement*) la protección al inversor.

En esta cuestión, todas las jurisdicciones participantes en este trabajo manifestaron la inexistencia de lagunas o superposiciones, así como tampoco hay conflictos de competencia entre los órganos reguladores, citándose en algunos casos, la existencia de convenios a través de los cuales se establecen mecanismos de cooperación y se articula el intercambio de información.

Otro modelo encontrado en la región es el del órgano regulador único del sistema financiero. De los 17 países integrantes del estudio, solo adoptan este planteamiento Colombia (Superintendencia Financiera de Colombia, SFC), El Salvador (Superintendencia del Sistema Financiero, SSF), Honduras (Comisión Nacional de Bancos y Seguros, CNBS) y Uruguay (Banco Central-Superintendencia de Servicios Financieros, SSF).

En varias jurisdicciones las atribuciones de *enforcement* también son ejercidas por las entidades autorreguladas, tanto las que reciben esas competencias por ley (por

ejemplo en Colombia) como aquellas que son así reconocidas por el órgano regulador del mercado de valores (por ejemplo en Perú).

Otro punto a destacar es la presencia importante de leyes y autoridades de defensa del consumidor que tienen responsabilidades en la protección del inversor, cuando este se cualifica como consumidor (como, por ejemplo, en Perú). En algunos países, esos órganos son específicos para la protección del consumidor de servicios financieros, como es el caso de México (CONDUSEF). En Chile, cabe mencionar que en el ámbito del consumo, la Ley n° 19.496 establece normas sobre la protección a los derechos de los consumidores, mediante la cual se creó el Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC).

Una vez presentadas estas líneas generales, pasaremos a realizar una breve descripción de las estructuras en cada una de las jurisdicciones participantes en este trabajo²⁵.

- **Argentina:** los organismos reguladores del sistema financiero comprenden al Banco Central de la República Argentina que, a través de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias, supervisa a los intermediarios de las entidades bancarias y financieras. En el mercado de seguros ese rol lo asume la Superintendencia de Seguros de la Nación, y por lo que respecta al mercado de valores el organismo supervisor es la Comisión Nacional de Valores²⁶, encargada de regular, fiscalizar y controlar a todos los participantes del mercado, destacándose como una de sus funciones fundamentales la de proteger al inversor.
- **Bolivia:** la Autoridad de Supervisión del Sistema Financiero (ASFI) es el organismo que regula y supervisa el funcionamiento de las entidades bancarias, cooperativas, mutuales, fondos financieros y entidades que operan con valores. Por su parte, la Autoridad de Fiscalización y Control de Pensiones y Seguros (APS) es la institución que supervisa, fiscaliza, controla y regula a las personas naturales y jurídicas que desempeñan sus actividades en el ámbito de la seguridad social de largo plazo y del mercado de seguros. En el ámbito del mercado de valores, ASFI tiene dentro de sus principales atribuciones el regular, controlar, supervisar y fiscalizar las actividades de las Bolsas de Valores, bolsas de productos, las agencias de bolsa, las entidades

25. Como Anexo al Estudio, se encuentran las fichas resumen de cada país, en cuyo primer apartado se detallan las distintas entidades supervisoras y reguladoras en materia de protección del inversor.

26. La Ley de Mercado de Capitales, sancionada con fecha 29/11/12, en su art. 1° señala como uno de sus objetivos y principios fundamentales el fortalecimiento de los mecanismos de protección y prevención de abusos contra los pequeños inversores. Asimismo, en el art. 19 de dicho cuerpo normativo, se prevé como una de las funciones de la Comisión Nacional de Valores la de "promover la defensa de los intereses de los pequeños inversores...").

de depósito de valores, las sociedades de titularización, las sociedades administradoras de fondos de inversión, fondos de inversión, las entidades calificadoras de riesgo, empresas de auditoría externa, emisores de valores y demás participantes del mercado de valores.

- **Brasil:** el Sistema Financiero Nacional está compuesto por cuatro organismos reguladores y supervisores: Banco Central (BCB), la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM), la Superintendencia de Seguros Privados, y la Superintendencia Nacional de Previsión Complementaria. En el ámbito federal, existe el Código de Defensa del Consumidor (CDC), ley que establece el régimen independiente para la protección del consumidor, y que creó el Sistema Nacional de Protección al Consumidor (SNDC), integrado por los organismos de protección del consumidor federales, estatales y locales, además de entidades de defensa del consumidor. El SNDC está coordinado por el Departamento de Protección y Defensa del Consumidor (DPDC) del Ministerio de Justicia, que estableció el Sistema Nacional de Información para la Protección de los Consumidores (SINDEC) mediante el que se configura la red de agencias de protección al consumidor (reciben e investigan quejas y reclamaciones de los consumidores) estatales y municipales (PROCON), que participan en el sistema. El PROCON puede recibir denuncias, realizar las notificaciones y aplicar las sanciones administrativas.

El BCB y la CVM, que poseen servicios de atención al público, tienen acuerdos con el DPDC para el intercambio de información y acciones conjuntas.

- **Chile:** en materia del mercado de valores la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS) es el organismo competente en la emisión de normativa que alcanza a los diferentes actores del mercado de valores. Adicionalmente, por ley, las bolsas tiene la facultad y deber de autorregulación. Por lo que respecta al ámbito del consumo, la Ley n° 19.496 establece las normas sobre la protección de los derechos de los consumidores. Recientemente dicha ley fue modificada, para incluir la figura del "SERNAC Financiero", fortalecer los derechos de los consumidores de productos y servicios financieros, imponer nuevas obligaciones a las empresas y otorgar más facultades al Servicio Nacional del Consumidor (SERNAC). Por tanto, aunque existen dos órganos con competencia en materia de protección al inversor, la SVS ejerce una fiscalización indirecta por la vía de regulaciones prudenciales a las entidades que ofrecen productos y servicios financieros, y el SERNAC está habilitado para intervenir directamente entre proveedores de servicios financieros y sus clientes propiciando mediaciones, estableciendo compensaciones, etc.

Por su parte, el Banco Central de Chile es el organismo encargado de regular el sistema financiero y el mercado de capitales, así como de vigilar la estabilidad del sistema financiero, entre otras funciones. La Superintendencia de

Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) es la entidad a quien compete la supervisión y regulación de los bancos y las instituciones financieras, en resguardo de los depositantes u otros acreedores y del interés público. Finalmente, la Superintendencia de Pensiones (SP) tiene a cargo la vigilancia y control del sistema de pensiones solidarias que administra el Instituto de Previsión Social, de las Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones y de la Administradora de Fondos de Cesantía.

- **Colombia:** la Superintendencia Financiera (SFC) es el órgano competente en la supervisión y cumplimiento de las normas de protección al consumidor del sistema financiero, asegurador, previsional y del mercado de valores. Por otra parte, existe el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV) cuyas funciones supervisoras consisten en la verificación del cumplimiento de la normatividad aplicable relacionada con la actividad de intermediación de valores, esto es, las normas del mercado de valores relativas a la actividad de intermediación, los reglamentos y normas expedidas por el AMV, en desarrollo de su función normativa, y las reglamentaciones expedidas por las Bolsas de Valores y las sociedades administradoras de sistemas de negociación y registro de valores, por parte de los sujetos de autorregulación. Sin embargo, conviene resaltar que este esquema de autorregulación, previsto en la Ley del Mercado de Valores (Ley 964 de 2005), no sustituye ni limita la facultad para ejercer la inspección, vigilancia y control sobre la actividad del mercado de valores llevada a cabo por parte de la Superintendencia Financiera de Colombia.
- **Costa Rica:** existen cuatro órganos reguladores que tienen entre sus funciones, explícita o implícitamente, la protección del consumidor (inversor): la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL), en el ámbito del mercado de valores; la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEFE); la Superintendencia de Pensiones (SUPEN) y la Superintendencia General de Seguros (SUGESE). Además, hay una autoridad superior con responsabilidades normativas, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF), cuyo fin es el de dotar de uniformidad e integración a las actividades de regulación y supervisión del sistema financiero costarricense. En el ámbito de la defensa del consumidor, el Ministerio de Economía, Industria y Comercio es la entidad que se encarga de velar por la aplicación de la Ley de Promoción de la Competencia y Defensa Efectiva del Consumidor nº 7472, por medio de una dependencia llamada la Defensoría del Consumidor.
- **Ecuador:** la estructura de supervisión del sistema financiero establece competencias claras para cada uno de los ámbitos de regulación. La actividad bancaria y de seguros es asumida por la Superintendencia de Bancos y Seguros, la Superintendencia de Compañías del Ecuador es el órgano competente en el ámbito del mercado de valores precautelando la protección del inversor. Cuando la Superintendencia de Compañías deba actuar sobre una entidad sujeta a

- la vigilancia y control de la Superintendencia de Bancos y Seguros, lo hará a través de esta o en forma conjunta (art. 10, numeral 2 de la Ley de Mercado de Valores).
- **El Salvador:** aunque el Banco Central de Reserva puede editar normas sobre el desempeño del sistema financiero incluyendo la protección del inversor, la Superintendencia del Sistema Financiero (SSF) es el organismo responsable de supervisar la actividad individual y consolidada de los integrantes del sistema financiero. Además, hay una Defensoría del Consumidor, creada por la Ley de Protección al Consumidor, que actúa en coordinación con la SSF.
 - **España:** el marco específico fundamental que regula las relaciones de los intermediarios financieros con los inversores es la Ley del Mercado de Valores, y la CNMV es el organismo encargado de la supervisión y el *enforcement* de las normas de protección del inversor. Por su parte, el Banco de España (BdE) es el encargado de la supervisión de las entidades que prestan en España servicios bancarios, es decir, las que pueden captar fondos del público. Entre ellas, se incluyen las entidades extranjeras que operan en España —cuya supervisión la ejerce fundamentalmente la autoridad de su país de origen— bien a través de sucursales (establecimientos permanentes) o mediante la prestación de servicios desde su país de origen, y de otras entidades que sin estar consideradas bancarias, y que, por tanto, no pueden captar fondos del público, están también supervisadas por el Banco de España ya que se dedican fundamentalmente a conceder créditos, a prestar avales o garantías, al cambio de moneda extranjera, a emitir dinero electrónico y a realizar servicios de pago (transferencias, envío de dinero, etc.), o a valorar bienes. Finalmente, la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones (DGSFP) es el órgano administrativo dependiente de la Secretaría de Estado de Economía y Apoyo a la Empresa, adscrita al Ministerio de Economía y Competitividad, que se encarga del control de la actividad aseguradora y reaseguradora privadas, mediación en seguros y el control del cumplimiento de los requisitos precisos para el acceso a la actividad por entidades gestoras de fondos de pensiones.
 - **Guatemala:** el Registro del Mercado de Valores y Mercancías es el órgano del Ministerio de Economía cuyo objeto es el registro de los actos que realicen y contratos que celebren las personas que intervienen en los mercados bursátil y extrabursátil. Al Registro corresponde, dentro del ámbito de su competencia, cumplir y hacer que se cumplan las disposiciones establecidas en Ley del Mercado de Valores y Mercancías (Decreto 34-96 del Congreso de la República), y en disposiciones normativas y reglamentarias de carácter general. Asimismo, el Registro debe supervisar a los emisores, agentes de bolsa o casas de bolsa, agentes de valores y calificadoras de riesgo.
 - **Honduras:** corresponde a la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS) supervisar y velar por el cumplimiento de la Ley de Mercado de Valores, y de

las Normas para el Fortalecimiento de la Transparencia, la Cultura Financiera y Atención al Usuario Financiero en las instituciones supervisadas, así como de sus Normas Complementarias. La autorregulación de los partícipes en el mercado de valores se basa en un código de ética profesional elaborado por la Cámara Hondureña de Casas de Bolsa (CAHBOLSA), que no incluye proceso sancionador ya que solamente la Comisión Nacional de Bancos y Seguros, como ente regulador, tiene potestad de sancionar. No obstante, mencionar que cuando una entidad autorregulada detecta indicios de violación a la Ley que pueden llegar a constituir un delito, dicha entidad debe informar a la CNBS.

- **México:** además de la actuación de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) que tiene por objeto supervisar y regular a las entidades integrantes del sistema financiero²⁷, existe la Comisión Nacional para la Defensa de los Usuarios de Servicios Financieros (CONDUSEF), institución encargada de la protección y defensa de los derechos e intereses de los usuarios de servicios financieros. La CNBV tiene la facultad exclusiva de supervisar y sancionar, en la esfera administrativa, los incumplimientos a las normas de protección del inversor por parte de los intermediarios del mercado de valores (normas relativas al perfilamiento del cliente, la oferta pública de valores, la prestación de servicios de intermediación, entre otras). Cabe señalar que la supervisión que realiza la CONDUSEF comprende el ejercicio de las facultades de vigilancia, prevención y corrección que le confieren la Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros, así como otras leyes aplicables. La inspección se efectuará, a petición de la CONDUSEF, por la CNBV a través de visitas en las instalaciones de las instituciones financieras, para comprobar el cumplimiento de normas cuya supervisión se encuentre expresamente conferida a la CONDUSEF. La prevención y corrección se lleva a cabo mediante el establecimiento de programas de cumplimiento forzoso para las instituciones financieras, tendentes a eliminar irregularidades (Ley de Protección y Defensa al Usuario de Servicios Financieros, art. 92 bis).
- **Panamá:** la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) es la entidad responsable de la supervisión y cumplimiento de las normas de protección del inversor en el ámbito del mercado de valores. Por su parte, la Superintendencia de

27. Además de las instituciones de crédito y las casas de bolsa, integrantes de los sectores bancario y bursátil, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV) tiene a su cargo la supervisión y regulación de diversos integrantes del sistema financiero. En su ámbito de competencia están: las sociedades controladoras de grupos financieros, sociedades financieras de objeto limitado, organizaciones auxiliares del crédito, actividades auxiliares del crédito, sociedades de información crediticia, oficinas de representación de entidades financieras del exterior, ya sean bancos o casas de bolsa.

También existe la Comisión Nacional de Seguros y Fianzas que es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, encargada de supervisar los sectores asegurador y afianzador, preservando la solvencia y estabilidad financiera de las instituciones de Seguros y Fianzas, para garantizar los intereses del público usuario.

Bancos es la encargada de regular y supervisar la actividad bancaria y el negocio fiduciario, mientras que la actividad de seguros y reaseguros está bajo la supervisión de la Superintendencia de Seguros y Reaseguros. Las entidades autorreguladoras tienen poderes para sancionar a sus miembros. No obstante, la SMV podrá fiscalizar y sancionar a cualquier miembro de una organización autorregulada, según las disposiciones de la Ley del Mercado de Valores, independientemente de las acciones que haya tomado o haya dejado de tomar la organización autorregulada.

- **Paraguay:** existe la Ley de Defensa del Consumidor (n° 1334) que establece las normas de protección y de defensa de los consumidores y usuarios. Esta Ley regula los contratos y la publicidad engañosa, que sería aplicable también en materia de mercado de valores. Por su parte, la Ley del Mercado de Valores (n° 1.284) es el marco regulatorio que rige la oferta pública de valores y sus emisores, los valores de oferta pública, las Bolsas de Valores, las casas de bolsa y, en general, los demás participantes del mercado. La Comisión Nacional de Valores (CNV) es la entidad encargada de supervisar las normas de protección del inversor en el ámbito del mercado de valores. Por su parte, el Banco Central del Paraguay, con la opinión de la Superintendencia de Bancos, velará por la transparencia informativa de las entidades de crédito en las relaciones con sus clientes²⁸. La Superintendencia de Bancos ejerce el control, inspección, vigilancia y examen de las entidades del sistema financiero nacional. La CNV y la Superintendencia de Bancos tienen suscrito un acuerdo de cooperación interinstitucional para la supervisión coordinada de bancos y otras entidades financieras registrados en la CNV, como empresas emisoras de títulos de deuda en el mercado de valores.
- **Perú:** la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) tiene competencia exclusiva para supervisar el cumplimiento de la legislación del mercado de valores por parte de las personas naturales y jurídicas que participan en dicho mercado pudiendo, excepcionalmente, autorizar a las Bolsas de Valores u otras entidades autorreguladoras el ejercicio de facultades disciplinarias en los términos y condiciones previamente determinados mediante reglamento. No obstante, en ningún caso el ejercicio de estas facultades de autorregulación implica el ejercicio de función pública. Por lo tanto, no limitan las funciones de regulación, supervisión y sanción de la Superintendencia. Sí compete a la SMV la supervisión del cumplimiento de las normas que tienen por finalidad la protección del inversor en el mercado de valores. La Superintendencia de Banca, Seguros y AFP es el organismo encargado de la regulación y supervisión del sistema financiero, de seguros y del sistema privado de pensiones.

28. La Ley 861, "General de Bancos, Financieras y Otras Entidades de Crédito", establece aquellas disposiciones orientadas al funcionamiento, a la regulación y a la supervisión de las personas físicas y jurídicas que desarrollan sus actividades en el sistema financiero.

Finalmente, señalar que la Autoridad Nacional de Protección del Consumidor (INDECOPI) es el organismo público encargado de velar por la protección de los derechos de los consumidores, entre los cuales se pueden encontrar los inversores en su relación con las sociedades agentes de bolsa, sociedades administradoras de fondos mutuos y sociedades administradoras de fondos de inversión.

- **República Dominicana:** la Superintendencia de Valores (SIV) regula y supervisa el mercado de valores, siendo el organismo competente para el cumplimiento y la supervisión de la protección del inversor en el ámbito del mercado de valores. Al igual que sucede en otras jurisdicciones, los bancos, regulados por la Superintendencia de Bancos, en su condición de emisores en el mercado de valores, quedarían con respecto a esta actividad en el ámbito de las responsabilidades de la SIV.

No existe la autorregulación de los intermediarios financieros como tal, sin embargo, la Bolsa de Valores de la República Dominicana (BVRD) es una entidad autorreguladora, que conjuntamente con la SIV supervisa a los intermediarios de valores y en sus manuales se prevén procesos sancionadores.

- **Uruguay:** la Superintendencia de Servicios Financieros, entidad que forma parte del Banco Central del Uruguay (BCU), es la encargada de supervisar el sistema financiero y las distintas entidades que lo componen, esto es, empresas de intermediación financiera, mercado de valores, empresas de seguros y administradoras de fondos de ahorro previsional. La autorregulación de la Bolsa de Valores de Montevideo y la Bolsa Electrónica de Valores, S.A., se limita a la organización de las relaciones entre sus miembros, para lo cual se guían por los Reglamentos de cada una. Ambas bolsas y los intermediarios de valores están directamente sujetos a la regulación y fiscalización de la Superintendencia de Servicios Financieros del Banco Central del Uruguay.

2. INSTRUMENTOS DE ENFORCEMENT

2.1. Introducción a la protección del inversor. Razones que aconsejan el endurecimiento de la normativa

Antes de entrar en el análisis de las cuestiones concretas que van a ser desarrolladas en este apartado, conviene resaltar la trascendencia que para el mercado de valores tiene conseguir una adecuada protección del inversor, objetivo que se alcanza mediante el cumplimiento de las normas de conducta recogidas en las Leyes y en sus normas de desarrollo.

Una de las funciones básicas de cualquier organismo supervisor ha de ser la protección de los inversores, debiendo velar por el cumplimiento de las normas por cuantos intervienen en el mercado de valores. A estos efectos, las legislaciones incorporan normas de conducta a cumplir por quienes operan en dicho mercado encaminadas a defender la absoluta prioridad de los intereses de los inversores sobre los de las entidades autorizadas²⁹.

Los clientes de servicios financieros pueden ver comprometidos sus ahorros y experimentar, por ende, graves perjuicios patrimoniales como resultado de conductas fraudulentas o del abuso de conflictos de interés y de la insolvencia de las entidades. De ahí que el establecimiento de normas de conducta tenga por objeto fijar los principios en base a los cuales los intermediarios deben actuar de cara a sus clientes. Esencialmente, estos principios giran en torno a los deberes de diligencia que debe observar el intermediario, al principio de prioridad del interés del cliente o inversor, y a evitar actuaciones abusivas derivadas de la existencia de conflictos de interés³⁰.

29. Así se establece en el principio 23 de los "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores" de IOSCO, en su redacción de 1998. Actualmente, tras la ampliación de los principios en junio de 2010, dicho principio ha pasado a ser el 31.

30. En este sentido, la "Metodología para evaluar la implantación de los objetivos y principios de la IOSCO para la regulación de los mercados de valores" recoge lo siguiente:

"— El intermediario debe disponer de un mecanismo eficaz y efectivo para resolver las reclamaciones de los inversores.

— Los intermediarios del mercado deberán comportarse de manera que se protejan los intereses de sus clientes y la integridad del mercado. Los principios fundamentales incluyen:

- a) Toda entidad debe observar niveles elevados de integridad y operativa justa.*
- b) Toda entidad debe actuar con el cuidado y la diligencia debidos, en el mejor interés de sus clientes y de la integridad del mercado.*
- c) Toda entidad debe observar elevadas normas de conducta en el mercado.*
- d) Ninguna entidad debe colocar sus propios intereses por encima de los de sus clientes. Debe darse un trato similar a los clientes en situaciones similares.*
- e) Toda entidad debe cumplir cualquier ley, código o norma relativa a la regulación de los mercados de valores que le sea aplicable.*

— Por lo que respecta a la conducta de un intermediario con sus clientes, a continuación se indican algunos componentes importantes:

- a) El cliente debe poder obtener un contrato de compromiso o un acuerdo de cuenta por escrito, o una relación por escrito de las condiciones generales y específicas de las operaciones a través del intermediario de la jurisdicción en materia de contratos, y pueden incluir las transmisiones electrónicas.*
- b) Toda entidad deberá solicitar a sus clientes cualquier información sobre sus circunstancias y objetivos de inversión que sea pertinente para los servicios que presta.*
- c) Cuando las actividades de un intermediario incluyen la prestación de asesoramiento específico, ese asesoramiento se debe prestar con el debido conocimiento de las necesidades y las circunstancias del cliente, una cuestión generalmente incluida en la norma de conducta que indica que el intermediario debe conocer a su cliente*
- d) La entidad debe aportar a sus clientes, de una forma completa y puntual, la información necesaria para que estos tomen decisiones de inversión fundamentadas. Puede ser necesario que la regulación exija la difusión de información de una forma específica cuando los productos impliquen un riesgo que al inversor minorista no le resulte obvio.*

Sin embargo, la eficacia de todo el sistema nace en el momento en que se logra el equilibrio entre competencia y regulación, entre protección e innovación. La necesidad de compatibilizar la competitividad de los mercados y la protección de los inversores es precisamente uno de los retos de cualquier regulación actual del mercado de valores. Por ello, las modificaciones legislativas han de reforzar la protección del inversor, impulsando normas de transparencia y reconociendo que la información es un bien de enorme valor en el mercado de valores.

En efecto, con la extensión del círculo de inversores a un público cada vez más amplio, dentro del fenómeno conocido como “democratización del capitalismo”, la aparición de nuevos instrumentos de inversión y el desarrollo de nuevos procedimientos de comercialización de los mismos, la protección del inversor cobra una mayor importancia e interés, siendo necesario situar a la industria financiera en una situación competitiva pero reforzando, al mismo tiempo, la protección de los clientes de la misma. Como muestra de esta tendencia podemos citar la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID) en la que la protección del inversor adquiere una relevancia prioritaria.

Por otra parte, y en respuesta a la crisis financiera, el G20³¹ destacó la importancia de la aplicación coercitiva de la regulación financiera para la estabilidad financiera: *“el logro de los objetivos del marco regulatorio requiere no solo una regulación sólida, sino también su aplicación efectiva. No importa lo sólidas que sean las reglas que regulan la conducta de los participantes en el mercado, si el sistema de aplicación es ineficaz —o se percibe como ineficaz— la capacidad del sistema para lograr el resultado deseado se debilita. Por tanto, es esencial que los participantes estén debidamente controlados, que los infractores estén fuertemente perseguidos y que se impongan las sanciones adecuadas cuando se quebrantan las reglas. Un marco regulatorio con fuerte vigilancia, persecución y aplicación de las sanciones proporciona los incentivos para que las empresas sigan las reglas. Esto, al final, se suma a la credibilidad del marco de trabajo y aumenta la confianza de los inversores en el sistema financiero”*.

Así, una de las recomendaciones realizadas por el G20 se refiere al *enforcement*, al señalar que *“la efectiva aplicación de la normativa debe ser una prioridad de todos los*

e) *Toda entidad debe facilitar a cada cliente, de forma puntual y con intervalos adecuados, un informe completo y veraz del valor y composición de la cuenta o la cartera de los clientes, con inclusión, cuando proceda, de un informe de las transacciones y saldos, así como de las comisiones asociadas.*

— *Cuando un intermediario tiene el control o es responsable de la protección de activos pertenecientes a un cliente, esta deberá asegurar la debida protección de los mismos (por ejemplo, a través de la segregación e identificación separada de estos activos) conforme a su responsabilidad”*.

31. G20 Working Group 1 “Enhancing Sound Regulation and Strengthening Transparency”, *Final Report*, 25 de mayo de 2009.

reguladores financieros. Así, los reguladores financieros nacionales y las autoridades de supervisión deben asegurar la efectividad de sus actividades de enforcement y que disponen de recursos apropiados para controlar la aplicación de la normativa y para perseguir a los infractores. La función de enforcement debe ser independiente de otras actividades o de influencias externas".

La implementación de programas de *enforcement* efectivos y creíbles ha resultado ser un desafío para los supervisores de todo el mundo, tal y como se puso de manifiesto tras el escándalo del caso Madoff, incluso para supervisores que han hecho del *enforcement* una prioridad, dado que el esquema Ponzi diseñado por Bernard Madoff operó durante más de dos décadas sin que las autoridades lo detectaran. La incapacidad de impedir y detectar tan enorme fraude pone de manifiesto el porqué la aplicación de la regulación financiera es tan difícil, y la extensión del daño causado ilustra la importancia del *enforcement*.

La "regulación de valores" tiene sus raíces en la protección del inversor o el consumidor y, por ello, se ha considerado que las infracciones de las normas únicamente afectaban a los inversores individuales involucrados en cada transgresión en particular. Muchos de los casos de aplicación de la regulación se incluyen en esta categoría. Sin embargo, ciertos aspectos de la regulación de valores tienen un impacto que va más allá de los inversores particulares, y el incumplimiento de las obligaciones impuestas por la normativa puede afectar a la transparencia del mercado y socavar la confianza de los inversores. Así puede ocurrir, por ejemplo, en casos de incumplimiento de las obligaciones con los clientes, cuando se hace de una manera generalizada por las empresas de valores.

La crisis actual también ha puesto de manifiesto que las lagunas en la regulación de valores (y la falta de un sólido marco regulatorio) o el incumplimiento de la normativa vigente pueden tener un impacto sobre la estabilidad financiera. Buen ejemplo de esto son los efectos sistémicos que la falta de un marco normativo adecuado sobre los mercados de derivados OTC³² tuvo sobre los mercados financieros.

En junio de 2010 se incluyeron 8 nuevos principios en los "Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores" de IOSCO, basados en las lecciones aprendidas por la crisis financiera y subsiguientes cambios en el entorno normativo, los cuales están diseñados para ayudar a fortalecer el sistema global de regulación frente a futuras crisis³³. En este sentido, uno de los principios que se incorporan se refiere a requerimientos para que los conflictos de interés y los desajustes de incentivos sean evitados, eliminados, divulgados o gestionados de alguna otra manera.

32. *Over the counter* (OTC), fuera de un mercado organizado.

33. Comunicado de prensa de 10 de junio de 2010.

Finalmente, la Comisión Europea ha propuesto, en fecha muy reciente, nueva legislación³⁴ para aumentar la protección de los consumidores de servicios de inversión. En su comunicado de prensa³⁵, la Comisión refleja los motivos principales que aconsejan dicho aumento de la protección del inversor: *“La crisis financiera se ha convertido en una crisis de confianza de los consumidores. La falta de transparencia, una escasa conciencia de los riesgos y una mala gestión de los conflictos de interés han supuesto que se hayan vendido una y otra vez a los consumidores de toda la UE productos de inversión y de seguros que no les convenían. Los consumidores han perdido la confianza en el sector financiero. Además, la legislación vigente no ha evolucionado con la rapidez suficiente como para ajustarse a la creciente complejidad de los servicios financieros. Únicamente tomando medidas para hacer frente a la pérdida de confianza de los consumidores podrán abordarse estas deficiencias, sentando bases sólidas para el crecimiento de la UE. Son necesarios unos mercados al por menor sólidos y bien regulados fundados en los mejores intereses de los consumidores para conseguir la confianza de estos y el crecimiento económico a medio y largo*

34. El paquete de medidas se compone de tres propuestas legislativas:

1. Una propuesta de Reglamento sobre los documentos informativos clave en relación con los productos preempaquetados de inversión minorista (PPIM),

“La propuesta de la Comisión sobre los PPIM mejora la calidad de la información que se facilita a los consumidores interesados en invertir. Los productos de inversión son complejos y resulta difícil compararlos o entender completamente los riesgos que entrañan. Las consecuencias de asumir riesgos imprevistos y de sufrir las pérdidas consiguientes pueden ser devastadoras para el consumidor, ya que esas inversiones constituyen a menudo el elemento central de los ahorros de toda una vida. Puesto que el mercado de inversiones minoristas de la UE alcanza los 10 billones de euros, la compra de productos inadecuados puede convertirse con rapidez en un problema importante.

La propuesta de la Comisión tiene por objeto proporcionar a los consumidores información en un formato fácil de entender mediante la introducción de una norma nueva e innovadora de información sobre los productos, que debe ser breve y clara y, en consecuencia, mucho más asequible. A este documento se lo denomina «documento de información clave» (DIC). La propuesta prevé que cada creador de productos de inversión (por ejemplo, gestores de fondos de inversión, seguros o bancos) tenga que presentar ese documento para cada producto de inversión. Cada DIC proporcionará información sobre las principales características del producto, así como sobre los riesgos y los costes asociados con la inversión en él. La información sobre los riesgos será lo más directa y comparable posible, sin simplificar en exceso unos productos que suelen ser complejos. El DIC debe explicar a todos los consumidores que incluso podrían perder dinero con un producto determinado y el grado de complejidad del mismo, y se ajustará a una norma común por lo que se refiere a su estructura, contenido y presentación, de manera que los consumidores puedan utilizar el documento para comparar los diferentes productos de inversión y, en última instancia, elegir el producto que se adapte mejor a sus necesidades

Los productos para los que se exigirá un DIC incluyen todos los tipos de fondos de inversión, las inversiones basadas en seguros y los productos estructurados minoristas, además de las pensiones privadas”.

2. Una revisión de la Directiva sobre la mediación en los seguros.

3. Una propuesta de refuerzo de la protección de quienes compren fondos de inversión.

35. Comunicado de prensa de 3 de julio de 2012.

Por su parte, el Comisario de Mercado Interior y Servicios, Michel Barnier, declaró que *“tras la mayor crisis financiera de los últimos tiempos, el sector financiero debe centrarse en los consumidores. Los productos al por menor deben ser más seguros, la información sobre las normas deberá ser más clara y quienes vendan los productos han de atenerse siempre a las normas más exigentes. Por eso hemos adoptado un paquete dedicado exclusivamente a los consumidores, de forma que puedan elegir productos financieros tras obtener información y asesoramiento profesional claros y sólidos que den prioridad a los intereses de los consumidores”.*

plazo. Por este motivo, la Comisión ha presentado hoy un paquete legislativo que hace más rigurosas las normas y elimina las lagunas existentes, en beneficio de los consumidores. Concretamente, el paquete propone normas nuevas y respetuosas con el consumidor sobre la información acerca de las inversiones y hace más estrictas las normas sobre asesoramiento, así como determinadas normas sobre los fondos de inversión para garantizar su seguridad”.

En definitiva, siempre ha existido en el ámbito del mercado de valores una preocupación constante y creciente por garantizar una adecuada protección de los inversores que en él participan, exigiendo para ello el cumplimiento de una serie de normas de conducta a las entidades intervinientes en los mismos, normas que se han ido adaptando a la complejidad que los instrumentos y servicios han ido adquiriendo con el paso de los años, así como a los distintos tipos de inversores que acceden a ellos.

2.2. Procedimiento sancionador

• Introducción

En el presente apartado vamos a abordar única y exclusivamente aquellas cuestiones que se refieran al poder del supervisor para aplicar la ley³⁶, o dicho de otro modo, las actuaciones que el supervisor puede emprender en los casos en que se identifique una infracción de la normativa del mercado de valores, así como a la eficacia y credibilidad con que el supervisor ejerce dicha competencia³⁷.

Esta “*aplicación de la ley*” ha de concretarse, conforme a la Metodología de IOSCO, en el poder de perseguir eficazmente las infracciones que puedan producirse, en imponer sanciones igualmente eficaces, proporcionadas y con fuerza disuasoria, en la capacidad de tomar medidas correctivas y en iniciar o trasladar asuntos para su persecución penal, así como en la capacidad del supervisor de demostrar y explicar el ejercicio de estas competencias sancionadoras. En este mismo sentido se pronuncia el art. 51 de la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativo a los mercados de instrumentos financieros, al establecer que “*sin perjuicio de los procedimientos para la revocación de la autorización ni del derecho de los Estados miembros a imponer sanciones penales, los Estados miembros se asegurarán, de conformidad con su Derecho Nacional respectivo, que es posible adoptar las medidas administrativas apropiadas o imponer sanciones administrativas a los*

36. De acuerdo con los *Objetivos y principios para la regulación de los mercados de valores* de IOSCO, Principio 11: “el regulador tendrá amplios poderes para la aplicación de la ley”.

37. Principio 12 de IOSCO: “el sistema regulador garantizará un uso efectivo y creíble de los poderes de inspección, investigación, supervisión, aplicación de la ley y la implantación de un programa efectivo de cumplimiento”.

responsables en caso de incumplimiento de las disposiciones adoptadas en aplicación de la presente Directiva. Los Estados miembros se asegurarán que estas medidas sean eficaces, proporcionadas y disuasorias”.

Por tanto, en este punto en concreto, vamos a analizar el procedimiento sancionador, cómo se inicia y los principios y garantías que han de respetarse en el ejercicio de esta manifestación de la potestad punitiva del Estado y en el procedimiento en sí.

• **Formas de iniciación. Denuncias anónimas**

Los expedientes sancionadores se inician o incoan normalmente de oficio, mediante acuerdo del órgano competente, lo que significa que su iniciación corresponde en exclusiva a dicho órgano, no correspondiendo nunca a terceros o particulares, como puede ocurrir en otros procedimientos administrativos. No obstante, ello no implica que su iniciación no pueda basarse en el conocimiento de la presunta comisión de una infracción a través de varias fuentes que den cuenta de ello.

Aunque estas fuentes pueden ser de diversos tipos, a los efectos de este trabajo nos detendremos en analizar las denuncias. No obstante, no debemos dejar de mencionar la existencia de la propia iniciativa por parte del órgano que tiene atribuida la competencia de iniciación, por cuanto siendo esta actuación derivada del conocimiento de las conductas o hechos susceptibles de constituir infracción, es la fuente más habitual para la incoación de procedimientos sancionadores. La inmensa mayoría de dichos procedimientos se incoan como consecuencia del resultado de las tareas de supervisión y averiguación de hechos presuntamente constitutivos de infracciones, por parte de los diferentes departamentos y unidades del Organismo Supervisor que las tienen asignadas y que, en consecuencia, remiten al órgano que tiene atribuida la competencia de iniciación, propuestas motivadas de apertura de expedientes.

Con respecto a las denuncias, estas han de entenderse como el acto por el que cualquier persona, en cumplimiento o no de una obligación legal, pone en conocimiento de un órgano administrativo la existencia de un determinado hecho que pudiera constituir una infracción administrativa.

En principio el denunciante no es parte en un procedimiento, ya que para serlo está obligado a acreditar poseer un interés legítimo, que debe ser necesariamente distinto de un interés meramente patrimonial —normalmente, una indemnización por los daños causados que corresponde determinar a los Tribunales de justicia—.

Como norma general, el denunciante ha de ser informado de la calificación de su escrito como tal denuncia, y del resultado del proceso de investigación que se inicie

como consecuencia de la denuncia presentada, lo que, evidentemente, casa poco con un escrito anónimo o de autor desconocido.

Sin embargo, respecto a la admisibilidad de las denuncias anónimas como fuente de iniciación de un procedimiento administrativo sancionador, no hay unanimidad en los países participantes en este Estudio. En siete de ellos —Bolivia, Ecuador, España, Honduras, México, Paraguay y Perú— no es posible admitir denuncias anónimas. Esta postura se compadece con el hecho de que, en algunas de estas jurisdicciones, determinadas actuaciones en un procedimiento de denuncia iniciado por presunto incumplimiento de la normativa de protección del inversor por parte de un intermediario financiero —tales como solicitar información al intermediario a efectos de comprobar el concreto incumplimiento o el allanamiento de la entidad a las pretensiones del denunciante—, han de hacerse necesariamente frente al denunciante, motivo por el cual es absolutamente imprescindible conocer su identidad.

Sin embargo, en Argentina, Colombia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Panamá y República Dominicana existe la posibilidad de admitir denuncias anónimas. Por ejemplo, en Costa Rica las denuncias anónimas son una fuente de información para poner en marcha la potestad del supervisor para actuar de oficio, y en Panamá, si la SMV recibe una denuncia anónima se admite, iniciándose un procedimiento de averiguación previo.

Tanto en Ecuador como en Uruguay se fomenta la denuncia nominada por entender que conocer la identidad del denunciante es parte del derecho a la defensa del denunciado, sin embargo, el Banco Central de Uruguay puede actuar de oficio a partir del conocimiento, por cualquier medio, de un hecho irregular.

En definitiva, aún cuando la admisibilidad de una denuncia entendida como "*documento en que se da noticia a la autoridad competente de la comisión de un delito o de una falta*"³⁸, varía de un país a otro cuando esta tiene carácter anónimo, lo cierto es que en algunas jurisdicciones (como en Chile, Costa Rica, España, Ecuador, Panamá, Perú y Uruguay), los escritos anónimos recibidos en los Supervisores pueden dar lugar a una actuación de averiguación de oficio que podrá concluir o no con la incoación de un procedimiento sancionador.

• Principios y garantías

Los supervisores de los diecisiete países participantes en este Estudio cuentan con capacidad o potestad sancionadora, es decir, puede imponer sanciones ante acreditadas violaciones de las normas de ordenación y disciplina del mercado de valores.

38. Vigésima segunda edición del *Diccionario de la Lengua* de la Real Academia Española.

Este ejercicio de la potestad sancionadora por parte de estos organismos, como manifestación del *ius punendi* que en general tiene la Administración, no puede llevarse a cabo de forma indiscriminada, arbitraria, injusta o inquisitorial. Es una potestad con límites, y debe ejercerse a través de un determinado procedimiento establecido con plenas garantías para los inculpados.

En este procedimiento son de aplicación, y deben respetarse, los principios y garantías que para los imputados contempla el Derecho administrativo sancionador, que no son otros que los principios y garantías propios del Derecho penal, en cuanto a que ambos son manifestaciones del poder punitivo o represivo del Estado, hasta el punto de que un mismo bien jurídico puede ser protegido por técnicas administrativas o penales.

De esta forma, son de común aplicación los principios capitales de la ciencia penal: legalidad, tipicidad, imputabilidad, culpabilidad, proporcionalidad, *non bis in idem*, etc., a los que deben añadirse las garantías adjetivas o procesales propias del proceso penal: no indefensión, carga de la prueba a la parte acusadora, etc.

Con la incorporación de principios penales se pretende que el procedimiento administrativo sancionador brinde ya en su seno, y sin llegar a la vía jurisdiccional, plenas posibilidades de defensa. Sin embargo, la implantación de los principios penales al procedimiento administrativo sancionador debe hacerse con cautela, pues esta delicada operación no puede hacerse de forma automática, ya que la aplicación de dichas garantías al procedimiento administrativo solo es posible en la medida en que resulten compatibles con su naturaleza. Así, los límites de la potestad sancionadora de la Administración han de ser los siguientes:

- Legalidad previa, determinante de la necesaria cobertura de una norma jurídica para el ejercicio de esta potestad.
- Prohibición de las penas privativas de libertad.
- Respeto de los derechos de defensa.
- Subordinación a la autoridad judicial, lo cual implica, a su vez:
 - a) el control a posteriori por los Tribunales de los actos sancionadores;
 - b) la imposibilidad de que la Administración lleve a cabo actuaciones o procedimientos sancionadores en aquellos casos en que los hechos puedan ser constitutivos de ilícito criminal, si bien el sobreseimiento de una causa penal no es sinónimo de inexistencia de hechos sancionables administrativamente;
 - c) la necesidad de respetar la cosa juzgada; a todo lo cual debe añadirse la aplicación de los principios de presunción de inocencia, no indefensión, audiencia, tipicidad, legalidad, etc.

A continuación, se explicará brevemente cada uno de estos principios y garantías, distinguiendo entre los principios de la potestad sancionadora y los principios del procedimiento sancionador.

1. Principios de la potestad sancionadora

Estos principios son: el de legalidad, irretroactividad, tipicidad, responsabilidad, proporcionalidad, prescripción y concurrencia de sanciones (principio "*non bis in ídem*").

- **Legalidad.** La potestad sancionadora de las Administraciones Públicas se ejercerá cuando haya sido expresamente atribuida por una norma con rango de Ley. No será delegable en otro órgano distinto a aquel que la tiene atribuida.
- **Irretroactividad.** Se aplicarán las disposiciones sancionadoras vigentes en el momento de cometerse los hechos infractores. Únicamente en el supuesto de que una disposición sancionadora favorezca al presunto infractor tendrá carácter retroactivo.
- **Tipicidad.** Solo constituyen infracciones administrativas las vulneraciones del Ordenamiento Jurídico previstas como tales infracciones por una Ley. No obstante, establecido el tipo infractor en una norma con rango legal, cabe la colaboración reglamentaria a la hora de delimitar las conductas sancionables.
- **Responsabilidad.** En virtud de este principio de responsabilidad o culpabilidad, solo pueden ser sancionados por hechos constitutivos de infracción administrativa las personas físicas y jurídicas que resulten ser responsables de los mismos. El grado de responsabilidad o culpabilidad que se exija puede variar de unos ordenamientos a otros. En el caso de España, el grado exigido es "simple inobservancia".
- **Proporcionalidad.** La imposición de sanciones debe guardar la debida adecuación entre la gravedad del hecho constitutivo de infracción y la sanción aplicada, no pudiendo resultar más beneficioso para el infractor la comisión de la infracción que el cumplimiento de la norma, razón por la cual, en los supuestos en que existan beneficios cuantificables, la sanción de multa nunca puede ser inferior a los beneficios obtenidos por el infractor.
- **Prescripción.** Los hechos constitutivos de infracción no podrán ser sancionados transcurridos los plazos que las Leyes establezcan³⁹.

39. Dada la disparidad de plazos y causas de interrupción de la prescripción que se barajan en los distintos países participantes en este trabajo, vale la pena detenerse en el tema de la prescripción. La jurisdicción boliviana es la que establece un menor plazo de prescripción, 2 años, siendo la salvadoreña la que establece el plazo más amplio, 10 años. En el resto de los países el plazo es de 3 años —Colombia y Paraguay—, 4 años —Chile y Panamá—, 5 años —México y Costa Rica— y 6 años en Argentina. Es España el único país en el que se establece un plazo de prescripción distinto dependiendo de la gravedad de la infracción, 5 años para las muy graves y graves y 2 años para las leves.

- **Concurrencia de sanciones “non bis in ídem”.** No podrán sancionarse los hechos que hayan sido sancionados penal o administrativamente, en los casos en los que se aprecie identidad de sujeto, hecho y fundamento. En definitiva, nadie puede ser sancionado dos veces por los mismos hechos.

2. Principios del procedimiento sancionador

Estos principios abarcan las garantías del procedimiento, los derechos del presunto responsable o culpable, las medidas de carácter provisional o cautelar que se pueden adoptar, la presunción de inocencia y la resolución.

- **Garantías del procedimiento.** Este principio tiene las siguientes manifestaciones:

- 1) Exigencia de que el ejercicio de la potestad sancionadora requiere un procedimiento legal o reglamentariamente establecido.
- 2) Exigencia de que los procedimientos que regulen el ejercicio de la potestad sancionadora establezcan la debida separación entre la fase instructora y la fase sancionadora, encomendándoselas a órganos distintos.

En este sentido, la Declaración Universal de Derechos Humanos del año 1948 establecía, en su art. 10, el derecho de toda persona, “*en condiciones de plena*

En cuanto al momento a partir del cual comienza a contar dicho plazo, en general, es a partir de la comisión de la infracción, y por lo que se refiere a las causas de interrupción del plazo de prescripción, en todos los países, excepto Chile, es causa de interrupción la notificación del inicio del procedimiento sancionador, si bien, existen algunas especialidades, tales como Argentina, donde también interrumpe el plazo la comisión de otra infracción, en Bolivia lo haría el inicio de las investigaciones o diligencias preliminares tales como la presentación de una denuncia siempre y cuando sea conocido por el presunto responsable o en El Salvador, donde dicha interrupción se produciría cuando cualquier director, funcionario, gerente o administrador del integrante del sistema financiero reconozca, por cualquier medio, la comisión de un hecho infractor o cuando se inicien actuaciones tendentes a la investigación del hecho infractor, siempre que se notifique al presunto infractor.

Mención aparte merece Chile y Costa Rica. En Chile, la normativa reconoce un plazo de 4 años desde que se hubiera consumado el hecho infractor para que la SVS imponga la sanción de multa. Si la sanción fuera de otra naturaleza como censura o revocación de la autorización, no existe norma similar que regule la prescripción, no existiendo tampoco norma alguna que regule la interrupción del plazo de prescripción debiendo recurrirse, conforme sostiene la doctrina y la jurisprudencia, a la normativa común.

En Costa Rica, existe un vacío legal en la normativa del mercado de valores respecto al plazo de prescripción de las infracciones administrativas, interpretando la jurisprudencia que el plazo será de 4 años, comenzando a computarse el plazo en el momento en que ocurrió el hecho, si este es notorio, o cuando la Administración tiene conocimiento de este o del hecho generador a partir de que la víctima se encuentra en condiciones de invocar su derecho. Algo parecido ocurre en Guatemala y Ecuador, donde no existen plazos de prescripción relacionados con el mercado de valores, motivo por el cual se remiten a los establecidos en el Código Penal, para los delitos, y en el Código Civil para el caso de obligaciones civiles, en el caso de Guatemala, y se aplica supletoriamente la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero en Ecuador, que dispone que el plazo de prescripción será de 3 años contados desde la fecha en que se cometió la infracción y omisión.

igualdad, a ser oída públicamente y con justicia por un tribunal independiente e imparcial, para la determinación de sus derechos y obligaciones o para el examen de cualquier acusación contra ella en materia penal". De igual forma, el art. 6 del Convenio Europeo para la Protección de los Derechos Humanos y Libertades Fundamentales de 1950, recogía el derecho a un proceso equitativo.

Este derecho ha sido contemplado en las Constituciones de todos los países democráticos, como el derecho a la tutela judicial efectiva. Una de las manifestaciones del derecho a la tutela judicial efectiva es la separación entre las fases de instrucción y sanción, dado que la imparcialidad que debe presidir todo proceso penal, no es predicable de quien asume simultáneamente las funciones de instrucción y de decisión, no poniéndose con ello en duda la rectitud del Juez instructor ni su objetividad en la investigación, pero ocurre que la actividad instructora, por cuanto pone al que la lleva a cabo en contacto directo con el acusado y con los hechos y datos que deben servir para averiguar el delito y sus posibles responsables, puede provocar en el ánimo del Instructor, incluso a pesar de sus mejores deseos, prejuicios e impresiones a favor o en contra del acusado que influyan a la hora de sentenciar, incluso aunque ello no suceda, es difícil evitar la impresión de que el Juez no acomete la función de juzgar sin la plena imparcialidad que le es exigible.

La separación entre la fase de instrucción y sanción se predica en el ámbito de los procedimientos en material penal, pero ¿sería extrapolable a los procedimientos administrativo sancionadores? Como ya se ha comentado anteriormente, los principios inspiradores del orden penal son de aplicación, con ciertas modulaciones, al Derecho administrativo sancionador, dado que ambos son manifestaciones del orden punitivo del Estado. En concreto, y por lo que se refiere a la garantía de imparcialidad, es uno de los supuestos en los que resulta necesario modular su proyección en el procedimiento administrativo sancionador, toda vez que dicha garantía no puede manifestarse en la Administración sancionadora en el mismo sentido que respecto a los órganos judiciales ya que, sin perjuicio de la prohibición de toda arbitrariedad y de la posterior revisión judicial de las sanciones, la estricta imparcialidad e independencia de los órganos del poder judicial no es, por esencia, predicable en la misma medida de un órgano administrativo, concluyéndose de ello que la independencia e imparcialidad del juzgador, como exigencia del derecho a un proceso con todas las garantías, es una garantía característica del proceso judicial que no se extiende sin más al procedimiento administrativo sancionador.

En este sentido, tanto el instructor en un procedimiento administrativo sancionador como el órgano llamado a resolver el expediente, no pueden gozar

de las mismas garantías que los órganos judiciales, porque en este tipo de procedimientos el instructor es también acusador en cuanto formula una propuesta de resolución sancionadora y, por otra parte, el órgano llamado a decidir es el mismo que incoa el expediente, por lo que no deja de ser juez y parte al mismo tiempo.

En definitiva, encontrándose la organización administrativa informada, no por el principio de independencia sino por el de jerarquía, carecería de sentido trasladar automáticamente todas las garantías propias del personal judicial, con independencia orgánica e individual, a los funcionarios que conducen el procedimiento administrativo sancionador, perteneciente a una misma organización y sometidos todos ellos al criterio jerárquico.

Por tanto, la traslación del principio de separación entre órgano instructor y órgano sancionador al ámbito administrativo sancionador requiere, para que constituya una verdadera garantía, que el concepto de órgano no sea asimilable al de órgano administrativo meramente organizativo y jerárquico, sino que la capacidad de autoorganización de las Administraciones públicas debe traducirse en el ámbito sancionador en una flexibilización al servicio de la objetividad. En consecuencia, el concepto de órgano que ejerce, iniciando, instruyendo o resolviendo, la potestad sancionadora resulta de la atribución de tales competencias a las unidades administrativas que componen dicho órgano que, en el marco del procedimiento de ejercicio de la potestad sancionadora y a sus efectos, se constituyen en órganos, garantizándose que no concurren en el mismo las funciones de instrucción y resolución.

- 3) Exigencia de que para imponer una sanción haya de seguirse el necesario procedimiento. Debido proceso.

• **Derechos del presunto responsable.** Entre otros, tiene los siguientes:

- 1) A ser notificado de los hechos que se le imputan, de las infracciones que tales hechos puedan constituir y de las sanciones que le pudieran corresponder, así como de la identidad del instructor, de la autoridad competente para imponer la sanción y de la norma que le atribuya tal competencia.
- 2) A formular alegaciones y utilizar los medios de defensa admitidos por el Ordenamiento Jurídico que resulten procedentes.
- 3) El acceso permanente al procedimiento.
- 4) A trato respetuoso por las autoridades y funcionarios que les deberán facilitar el ejercicio de sus derechos y el cumplimiento de sus obligaciones, así como cualesquiera otros reconocidos por las Constituciones y las Leyes de cada país (a la igualdad, al honor, a la intimidad personal y familiar, a la tutela judicial efectiva, a no declarar contra sí mismo, etc.).

- **Medidas de carácter provisional o cautelar.** En el seno de los procedimientos se podrán adoptar medidas de carácter provisional o cautelar, al objeto de asegurar la eficacia de la resolución que pudiera recaer, siempre que así esté previsto en las normas del procedimiento y el acuerdo sea motivado.

- **Presunción de inocencia.** No existirá responsabilidad administrativa mientras no se demuestre lo contrario. Este principio o exigencia es básico y fundamental en el procedimiento.

- **Resolución.** Todo procedimiento administrativo sancionador ha de concluir con una resolución que debe cumplir con las siguientes exigencias:

- 1) La exigencia de que la resolución que ponga fin al procedimiento sea motivada y resuelva todas las cuestiones planteadas en el expediente.
- 2) La exigencia de que la resolución no acepte hechos diferentes que los determinados en el curso del procedimiento, con independencia de su diferente valoración jurídica.
- 3) La exigencia de que la resolución solo será ejecutiva cuando ponga fin a la vía administrativa.

2.3. Competencia sancionadora de los Autorreguladores en esta materia

En algunas jurisdicciones participantes en este trabajo existen, además del Organismo Regulador propiamente dicho, otra serie de organismos o entidades autorreguladas que comparten competencias sancionadoras con dicho Regulador. Los países en los que los autorreguladores tienen una mayor implantación son Colombia y Brasil, que a continuación se detallan.

En Colombia existe desde 2006 el Autorregulador del Mercado de Valores (AMV), como corporación de carácter privado, sin ánimo de lucro, de carácter nacional, que se rige por la Constitución, las normas civiles, la Ley del Mercado de Valores y las normas que la desarrollan, por sus estatutos y reglamentos y por los principios que se aplican a los organismos de autorregulación. La Superintendencia Financiera de Colombia autorizó al AMV para funcionar como autorregulador del mercado de valores, mediante la expedición de la Resolución nº 1171 del 7 de julio de 2006. Al AMV se encuentran vinculadas diferentes personas o entidades en calidad de miembros, asociados autorregulados voluntariamente y asociados.

Son miembros las personas jurídicas que se encuentren inscritas en el Registro Nacional de Agentes del Mercado de Valores como intermediarios de valores o las personas

naturales que sean intermediarios de valores debidamente registrados, y sean aceptados como miembros por parte del AMV una vez cumplan con los requisitos establecidos para tal efecto. Son asociados autorregulados voluntariamente aquellas personas que, si bien no son intermediarios de valores, por las actividades propias de su objeto y su condición de miembros de sistemas transaccionales o de registro, se les exige la obligación de autorregularse.

En Colombia pueden actuar como organismos autorreguladores: las organizaciones constituidas exclusivamente para tal fin, las organizaciones gremiales o profesionales, las bolsas de valores, las bolsas de productos agropecuarios, agroindustriales o de otros *commodities*, y las sociedades administradoras de sistemas de negociación. La función de autorregulación no tiene el carácter de función pública y la supervisión del adecuado funcionamiento de los organismos de autorregulación está a cargo de la Superintendencia Financiera de Colombia.

El esquema de autorregulación previsto no sustituye ni limita las facultades del Presidente de la República para ejercer la inspección, vigilancia y control sobre la actividad del mercado de valores, llevada a cabo por conducto de la Superintendencia Financiera de Colombia. No obstante, el ámbito de la autorregulación comprende el ejercicio de funciones normativas, de supervisión y disciplinarias. Respecto a estas últimas, consisten en la imposición de sanciones por incumplimiento de las normas del mercado de valores y de los reglamentos de autorregulación. Cuando tiene lugar un proceso disciplinario, el AMV formula cargos, notifica al miembro y da la oportunidad de ejercer el derecho de defensa. Igualmente, lleva una memoria del proceso y lo soporta en:

- 1) La conducta que el miembro y/o las personas vinculadas a este desarrollaron.
- 2) La norma del mercado de valores o del reglamento del autorregulador que específicamente incumplieron.
- 3) En caso de que exista, la sanción impuesta y la razón de la misma.

El proceso disciplinario que adelanta el AMV en ejercicio de su función disciplinaria observa los principios de oportunidad, economía y celeridad, y se rige exclusivamente por los principios y el procedimiento contenidos en la Ley del Mercado de Valores.

En cuanto a las sanciones que podrá imponer el AMV a los sujetos autorregulados cuando estos incurran en violación de la normativa aplicable, dependiendo de si el sujeto es una persona natural o jurídica serían amonestación, multa, suspensión y expulsión, si se trata de una persona natural, y amonestación, multa, y expulsión si se trata de una persona jurídica.

Finalmente, para coordinar esfuerzos en materia disciplinaria, de supervisión e investigación, la Superintendencia Financiera de Colombia suscribió un Memorando de Entendimiento con el AMV.

Por su parte, en Brasil existe tanto la autorregulación proveniente de la ley como la autorregulación voluntaria, así entendida como aquella en que los intermediarios u otros participantes de mercado se reúnen en una única entidad representativa con poderes para establecer reglas y estándares de conducta para sus asociados, incluso con poderes de aplicar penalidades. Las entidades autorreguladas en Brasil son las siguientes:

- **BM&FBOVESPA.** Según la Ley del Mercado de Valores, las Bolsas de Valores, las Bolsas de Mercancías y Futuros, las entidades del mercado de balcón organizado y las entidades de compensación y liquidación de operaciones con valores mobiliarios tendrán autonomía administrativa, financiera y patrimonial, operando bajo la supervisión de la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM). Les corresponde, como órganos auxiliares de la CVM, fiscalizar los respectivos miembros y las operaciones con valores mobiliarios en ellas realizadas.

En 2007 fue creada la BM&FBOVESPA Supervisión de Mercados (BSM), con personalidad jurídica propia y patrimonio independiente, autonomía financiera, administrativa y presupuestaria, así como mandato fijo del director de autorregulación y de los consejeros. La BSN tiene las siguientes responsabilidades:

- a) Fiscalización y supervisión de los participantes en el mercado y la propia BM&FBOVESPA.
- b) Identificación de violaciones a la legislación y a la reglamentación vigentes, condiciones anormales de negociación o comportamientos que puedan poner en riesgo la regularidad de funcionamiento, la transparencia y la credibilidad del mercado.
- c) Instauración y conducción de procesos administrativos disciplinarios.
- d) Aplicación de sanciones.

En el ámbito disciplinario actúa en estrecha comunicación con la CVM (que recibe alertas inmediatas en el caso de indicios de infracciones graves), con el objetivo de mejorar constantemente la eficacia de los instrumentos de regulación y de autorregulación del mercado de valores mobiliarios. En caso de indicios de irregularidades se propone la instauración de un proceso administrativo para verificar las infracciones y, si es necesario, aplicar medidas disciplinarias (advertencias, multa, suspensión de hasta 90 días e inhabilitación temporal de hasta 10 años). La BSM puede celebrar acuerdos de compromiso, en los que el infractor se compromete a adoptar medidas

con vistas a evitar la repetición de las infracciones que justificaron la iniciación del proceso, previendo el pago de una multa que es revertida totalmente a favor del perfeccionamiento y desarrollo del mercado de capitales nacional y del perfeccionamiento de las actividades de autorregulación de la BSM. La propuesta de acuerdo es acogida o rechazada por el Consejo de Supervisión.

- **ANBIMA** (Asociación Brasileña de las Entidades de los Mercados Financieros y de Capitales). Asociación que representa a las instituciones que actúan en los mercados financieros y de capitales, reuniendo a más de 340 instituciones (bancos comerciales, múltiples y de inversión, gestores de recursos, corredoras, distribuidoras de valores mobiliarios y consultores de inversión). Actúa como regulador privado, al crear y supervisar los Códigos de Regulación y Mejores Prácticas, y divulga públicamente sus estadísticas relacionadas con la supervisión de mercados (autorregulación), informando los casos juzgados y las medidas adoptadas (cartas de orientación, multas objetivas, cartas de recomendación, acuerdos de compromiso, carta de advertencia y exclusión del cuadro de adherentes) y los acuerdos de compromiso firmados.

La condición de la ANBIMA como autorregulador es reconocida por la CVM, que firmó dos convenios con la asociación.

- **ANCORD** (Asociación Nacional de las Corredoras y Distribuidoras de Títulos y Valores Mobiliarios, Cambio y Mercancías). La actividad de agente autónomo de inversión exige la acreditación previa por parte de entidades autorizadas por la CVM. La ANCORD es reconocida por la CVM como entidad acreditadora, al tener una estructura adecuada y capacidad técnica para el cumplimiento de las obligaciones previstas en la Instrucción 497/11 de la CVM, y por poseer una estructura de autorregulación con capacidad técnica e independencia. También atiende a otras características exigidas por la regulación: existencia de código de conducta, fiscalización del cumplimiento de este código por los agentes autónomos acreditados, realización de exámenes de calificación técnica, institución de propaganda de educación continuada y sanción de las infracciones al código de conducta profesional.

Además del caso colombiano y brasileño, en algún otro país como Chile, Ecuador u Honduras, existen Organismos Autorreguladores con ciertas competencias en el ámbito disciplinario. Así, en Chile, el Autorregulador, representado por los Comités de Autorregulación de las Bolsas de Valores, goza de facultades sancionadoras conferidas en sus respectivos Reglamentos, que aplican en los casos que lleguen a su conocimiento a raíz de incumplimientos de las obligaciones de los intermediarios de valores miembros de las respectivas Bolsas. Las sanciones aplicables pueden ser censuras, multas hasta por una cuantía determinada o revocación de la condición de miembro de la Bolsa.

Por su parte, en Honduras, la Bolsa Centroamericana de Valores (BCV) actúa como autorregulador de los participantes del mercado de valores que para tal fin cuenta con un régimen de sanciones aplicables a las personas naturales o jurídicas que directa o indirectamente participen en el mercado de valores, cuando infrinjan los principios y disposiciones contenidos en la Ley, sus Reglamentos, Reglamento Interno de la BCV, el Código de Ética de la BCV y de la Cámara Hondureña de Casas de Bolsa, y otras disposiciones legales que emita la CNBS, el Banco Central de Honduras o la BCV. De forma similar, Ecuador cuenta con las Corporaciones Civiles, Bolsas de Valores de Guayaquil y Quito, como organismos de autorregulación de los participantes del mercado de valores.

Finalmente, en Costa Rica las Bolsas de Valores, por disposición legal, tienen potestades sancionadoras. Para ello deben aplicar el procedimiento administrativo previsto en la normativa del Derecho público y los principios generales del Derecho administrativo. Además, dichas potestades no limitan la potestad de la Superintendencia General de Valores de avocarse el conocimiento de los casos con la sola comunicación a las Bolsas de Valores.

2.4. Otras formas de garantizar la protección del inversor y el cumplimiento normativo en esta materia. Acuerdos

Cabe la posibilidad de conseguir el fin perseguido por la normativa del mercado de valores —la protección de los intereses de los clientes— solventando los incumplimientos de forma distinta a la tramitación de un expediente administrativo sancionador, a través de acuerdos con el infractor. Esto permite al supervisor una solución efectiva de las infracciones reduciendo el coste del procedimiento. No obstante, el éxito de estos acuerdos alternativos a la tramitación de un procedimiento, independientemente del sistema legal en el que se contemplen, requiere que el supervisor sea independiente, debe tener una reputación de credibilidad y no debe verse afectado por la desconfianza general hacia las instituciones del gobierno, debiendo contar, asimismo, con un historial de éxitos en casos anteriores que hagan atractivo al infractor llegar a un acuerdo.

Además, la aplicación de estas medidas alternativas de protección del inversor requiere que se cumplan unas condiciones previas para que el supervisor pueda optar por su aplicación, tales como que la infracción cometida no haya afectado a los intereses generales o a la transparencia e integridad del mercado, que la entidad adopte medidas para solventar la conducta infractora o que se resarza el perjuicio causado al inversor.

No obstante, para que estas medidas administrativas sean apropiadas, tal y como IOSCO o las autoridades europeas indican que han de ser, entendiéndose por tales,

eficaces y disuasorias, las medidas que se adopten frente a los incumplimientos de la normativa han de tener carácter público. En este sentido, las medidas alternativas a la apertura de un procedimiento sancionador que cabe adoptar pueden tener la forma de acuerdos entre el supervisado y el inversor o de acuerdos entre el supervisado y el supervisor.

Las legislaciones de prácticamente la totalidad de los países participantes en este Estudio no contemplan como medida alternativa a un procedimiento disciplinario los acuerdos entre supervisado e inversor, a excepción de Costa Rica donde es factible la existencia de estos acuerdos entre regulados e inversores que conlleven el archivo de los procedimientos disciplinarios, siempre y cuando estos se den antes de que se emita la Resolución sancionadora, o en Panamá donde la norma contempla la posibilidad de que la Superintendencia no incoe un procedimiento sancionador u ordene su archivo, en los casos de infracciones que tipifiquen incumplimiento por parte de los sujetos fiscalizados de sus deberes para con los clientes o inversores, cuando exista una solicitud de las partes involucradas fundamentada en un arreglo de conciliación o en un desistimiento del cliente o inversor afectado, siempre y cuando no se produzca un daño material al mercado.

En cuanto al resto de los países donde este tipo de acuerdos entre supervisado e inversor no son una alternativa al procedimiento disciplinario, ciertamente en alguno de ellos su existencia puede influir, en distinta medida, en la incoación de los procedimientos disciplinarios o en los que ya se encuentran en proceso de tramitación. Así, en Chile los acuerdos entre el inversor y participante son tomados en cuenta en el momento de decidir la apertura de un procedimiento sancionador, o al momento de resolver los procedimientos ya iniciados. En otros, como el caso de El Salvador o Perú, si bien no se prevé la existencia de este tipo de acuerdos en el ámbito de las labores propias de las Autoridades del mercado de valores, lo cierto es que en los procesos que se llevan a cabo por las Autoridades de defensa del consumidor sí cabe la posibilidad de eximir de responsabilidad al proveedor del servicio financiero, o de concluir un procedimiento sancionador por posible vulneración de los derechos de los consumidores, en caso de producirse acuerdos entre intermediario financiero y consumidor, pero siempre que la irregularidad cometida afecte a un interés individual y no colectivo dado que, en este segundo caso, no sería posible el archivo del procedimiento disciplinario.

Por último, en jurisdicciones como España, México o Perú, no siendo factibles estos acuerdos en el ámbito de las labores propias de las Comisiones o Superintendencias, puede ser considerado como atenuante en el procedimiento disciplinario que el infractor acredite haber resarcido los perjuicios causados.

En definitiva, la norma general es que los acuerdos de conciliación a los que pudieran llegar los inversores y entidades no determinan la no apertura de un procedimiento

sancionador o su archivo. Pero en el caso de que ya se estuvieran tramitando, dado que la labor de los supervisores es la de asegurar el cumplimiento de la legislación del mercado de valores, máxime cuando dichos incumplimientos afecten a intereses generales o colectivos, lo cierto es que estos acuerdos, caso de existir, sí tienen una cierta influencia en dichos procedimientos, influencia que varía de una jurisdicción a otra.

Por lo que se refiere al segundo tipo de acuerdos entre el supervisado y el supervisor, y en cuanto a su capacidad de ser considerados como medida alternativa a la incoación de un procedimiento disciplinario, caso de existir, la postura de los países participantes no es tan uniforme. En efecto, aun cuando en países como Bolivia, Colombia, Ecuador, El Salvador, Guatemala, México, Paraguay, República Dominicana o Uruguay, este tipo de acuerdos no tiene gran influencia en la incoación de procedimientos disciplinarios o en su archivo, caso de haberse ya incoado, en otras jurisdicciones sí tienen influencia en el ámbito sancionador. Esta influencia varía de unos países a otros. Por ejemplo es mínima en países como Chile, donde no es posible archivar un procedimiento disciplinario en virtud de un acuerdo entre supervisor y supervisado, pero sí cuentan con facultades generales para ponderar la colaboración efectiva de los participantes en la solución de las controversias con los inversores. En España se recoge como criterio de dosimetría punitiva (en este caso se valoraría como atenuante), el hecho de que el infractor colabore con el Supervisor aportando elementos o datos relevantes para el esclarecimiento de los hechos investigados.

A pesar de que en España como en Perú, como norma general, estos acuerdos carecen de influencia en el inicio o en la tramitación de un procedimiento sancionador, los supervisores de ambos países sí pueden, en caso de que la infracción cometida sea tipificada como leve, abstenerse de incoar un procedimiento disciplinario, siempre que:

- En el momento de detectar la infracción por parte de la SMV de Perú, haya sido revertida o subsanada o cuando se hayan incumplido medidas correctivas ordenadas por la Superintendencia respecto de hechos de poca significación y sin repercusión en el mercado, siendo esta circunstancia considerada como antecedente ante posibles incumplimientos futuros del supervisado.
- En el caso de España, se adopten las medidas oportunas para evitar la continuidad o reiteración de la conducta, se indemnicen los perjuicios patrimoniales causados a los inversores afectados cuando estos fueran identificables, y se justifique el completo cumplimiento de ambas previsiones, si bien, ello es posible únicamente en los supuestos en que la infracción leve se refiera al incumplimiento singular en el marco de una relación de clientela de las normas de conducta previstas en la LMV, y no afecte la conducta de manera significativa a los intereses públicos protegidos por dicha Ley. El cumplimiento

y acreditación de lo exigido será valorado por la CNMV, a los efectos de considerar totalmente satisfechos los objetivos de supervisión.

Sin embargo, en otros países como Brasil o Panamá, los acuerdos entre supervisor y supervisado se encuentran ampliamente regulados en sus normas. Así, en Brasil, la CVM, si el interés público lo permite, puede suspender, en cualquier fase, el procedimiento administrativo instaurado para la verificación de infracciones de la legislación del mercado de valores, si el investigado o acusado firma un acuerdo de compromiso, mediante el que se obliga a:

- 1) cesar la práctica de actividades o actos considerados ilícitos por la CVM; y
- 2) corregir las irregularidades apuntadas, incluso indemnizando los perjuicios.

Este compromiso no significa confesión en cuanto a la materia de hecho, así como tampoco reconocimiento de ilicitud de la conducta analizada, pero deberá ser publicado en el Diario Oficial de la Unión, presentando un plazo para el cumplimiento de las obligaciones eventualmente asumidas, y constituirá título extrajudicial. Si no se cumplen las obligaciones en plazo, el proceso suspendido tendrá continuidad.

Las propuestas de Acuerdos de Compromisos (TC) son analizadas por el Comité compuesto por Superintendentes de varias áreas de la CVM, que opinan por la recepción o no del Acuerdo, correspondiendo al Consejo o Directorio de la CVM (órgano que reúne a la Presidencia y a los cuatro Directores) la palabra final sobre la aceptación o rechazo.

Por su parte, en Panamá también la LMV en caso de acuerdo entre supervisado y supervisor contempla la posibilidad de firmar, en este caso, un Acuerdo de Terminación Anticipada del Proceso o de aplicar un proceso sancionador simplificado. En el Acuerdo de Terminación Anticipada, el Superintendente podrá terminar un procedimiento sancionador anticipadamente cuando la parte investigada solicite iniciar un proceso de negociación con la Superintendencia para determinar el tipo y el monto de la sanción que se va a imponer. Esta solicitud debe presentarse antes de ser notificada la vista de cargos. Las reglas que rigen estos Acuerdos son:

- 1) El Superintendente o quien él designe representará a la Superintendencia en las negociaciones.
- 2) Las negociaciones y la resolución que resuelva la investigación están sujetas a reserva, sin embargo, la sanción impuesta será de conocimiento público, por lo que la Superintendencia deberá publicarla.
- 3) La solicitud de una negociación para la terminación anticipada de un procedimiento sancionador no será considerada como una confesión del investigado sobre su responsabilidad.

- 4) La colaboración del investigado para la terminación anticipada del proceso se tomará en cuenta como un atenuante de la sanción que podría corresponderle.
- 5) De no llegarse a un acuerdo en la negociación, el proceso sancionador seguirá su curso.
- 6) Los documentos y declaraciones presentadas voluntariamente durante el proceso de negociación por el investigado a la Superintendencia o viceversa no podrán ser utilizados como evidencia dentro del procedimiento sancionador por quien ha obtenido conocimiento de ellos durante la negociación, salvo que posteriormente se obtenga a través de las diligencias de este.

En cuanto al Proceso Simplificado, este se aplica si una vez iniciado el procedimiento sancionador el infractor reconoce explícitamente su responsabilidad. De esta forma, la Superintendencia podrá resolver sin más trámite con la imposición de la sanción que proceda, previa consideración de los criterios de valoración previstos en la LMV o por la Junta Directiva. El infractor que reconoce su responsabilidad, en la misma diligencia debe señalar las medidas específicas que va a ejecutar para subsanar el daño causado como resultado de su actuación.

También en Argentina, con la sanción de la Ley de Mercado de Capitales de fecha 29/11/12, se prevé un Procedimiento Abreviado por medio del cual la Comisión Nacional de Valores podrá disponer en cualquier momento —previo a la instrucción de sumario—, la presencia de las partes involucradas en una investigación para solicitar las explicaciones que estime pertinentes y también se podrá discutir en dicho ámbito las discrepancias que pudieren existir sobre cuestiones de hecho. En el caso de que los investigados reconozcan expresamente su responsabilidad sobre las conductas infractoras, el supervisor podrá disponer la conclusión de la investigación resolviendo sin más trámite la aplicación de las sanciones que correspondan.

Obviamente, los acuerdos de ámbito global, como los TC de Brasil o el Acuerdo de Terminación Anticipada de Panamá, o incluso los Procesos Simplificados, pueden ser instrumentos más ágiles para cerrar un litigio que la tramitación de un procedimiento sancionador, ofreciendo a la sociedad una respuesta, normalmente, mucho más rápida que la ofrecida por un procedimiento que, entre el plazo de tramitación y el de recursos, puede durar varios años. Además, dado que los supervisores carecen de capacidad para resarcir a los perjudicados por el incumplimiento de normas de conducta, estos acuerdos así como los examinados para el caso de infracciones leves de España sirven para conseguir que los clientes perjudicados por el incumplimiento de las normas de conductas sean resarcidos por el intermediario infractor de los daños ocasionados, siempre que aquellos sean identificables.

Por otra parte, en algunas jurisdicciones se contempla la posibilidad de adoptar medidas de carácter preventivo, cuando se están analizando conductas que atentan la protección de los inversores, a fin de evitar, limitar o detener la producción de perjuicios en los afectados. Es así como en Chile para detener o prevenir la producción de perjuicios a los inversores, la normativa faculta a la Superintendencia para suspender la emisión de valores de los emisores insolventes o para suspender la oferta, cotización o transacción de valores si así lo exige el interés público o la protección de los inversores. En Costa Rica se puede imponer a las entidades fiscalizadas medidas cautelares en caso de desorden grave del mercado o para evitar daños de imposible reparación a los inversores, por un plazo máximo de dos meses, tales como la suspensión temporal de cotizaciones de las bolsas o de la negociación de determinados valores, la exclusión temporal de la negociación de determinados valores, la clausura del establecimiento o la suspensión de la publicidad o propaganda realizada en contravención de su norma.

En Brasil, la Ley del Mercado de Valores permite a la CVM suspender la emisión o distribución irregular, si se considera fraudulenta o ilegal, incluso si se produce después del registro o si la oferta de lanzamiento, promoción o publicidad de los valores se realiza en términos distintos de los que figuran en el expediente o con información falsa, materialmente inexacta o fraudulenta. Estas medidas no constituyen un *numerus clausus*, sino que cabe la posibilidad de adoptar otras distintas a las señaladas.

Sin embargo, en El Salvador solo es posible adoptar medidas preventivas⁴⁰ cuando se vulnera la prohibición de captación de fondos del público sin autorización, en cuyo caso, se iniciará de inmediato el juicio administrativo correspondiente, debiendo dar cuenta al Fiscal General de la República del hecho investigado, y pudiendo, además, el Superintendente ordenar la suspensión de las operaciones de captación de fondos y denunciar el hecho en periódicos de circulación nacional, haciendo las prevenciones del caso.

En España, la CNMV puede acordar, bien como medida cautelar en el transcurso de un expediente sancionador, o bien como medida al margen del ejercicio de la potestad sancionadora —siempre que ello sea necesario para la eficaz protección de los inversores o el correcto funcionamiento de los mercados—, requerir el cese de toda práctica contraria a la normativa, exigir la prohibición temporal para ejercer la actividad profesional, adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse de que las personas y entidades sometidas a su supervisión cumplen con las normas aplicables o con los

40. Según el artículo 42 de la Ley de Supervisión y Regulación del Sistema Financiero, tiene facultades para aplicar diferentes medidas preventivas, en caso de que un integrante del sistema financiero muestre dificultades para cumplir las relaciones técnicas que le son exigibles, o exhiba un deficiente manejo de los riesgos que puedan afectar a su nivel de liquidez, solvencia o la integridad de los mercados. Lo anterior es sin perjuicio de aplicar lo establecido en las leyes respectivas.

requerimientos de subsanación o corrección realizados, acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que las personas pueden realizar en el mercado de valores, y acordar la suspensión o exclusión de negociación de un instrumento financiero, medidas que se mantendrán mientras permanezca la causa que las hubiera motivado. Estas medidas podrán hacerse públicas, a menos que su divulgación pudiera poner en grave riesgo los mercados de valores o causar un perjuicio desproporcionado a las personas afectadas.

En Guatemala, el Registro del Mercado de Valores y Mercancías tiene la facultad de solicitar a los tribunales —cuando posean indicios racionales suficientes para creer que se causará un grave daño a los inversores— la adopción de medidas cautelares, tales como el embargo de cuentas bancarias, la intervención de la empresa, el arraigo, el embargo de bienes muebles, la anotación de demanda sobre bienes inmuebles en el Registro General de la propiedad, entre otras.

Para terminar, señalar que las legislaciones pueden contemplar la posibilidad de que el supervisor adopte medidas que tengan como finalidad, una vez acreditada la producción de perjuicios para los inversores, la reparación de los mismos o, en su caso, facilitar tal reparación. Así, en Bolivia, la Ley del Mercado de Valores señala que, sin perjuicio de las sanciones administrativas a que hubiere lugar, toda persona que infrinja las disposiciones legales y que cause un daño a un tercero, está obligada a indemnizar los perjuicios ocasionados, encontrándose dentro de las funciones del órgano supervisor no solo la aplicación de las sanciones sino también la instrucción al supervisado de adoptar las medidas correctivas o rectificadoras, en aquellas situaciones en las que corresponde disponer la reposición o restitución de la situación jurídica de un administrado, cliente o usuario de servicios financieros que sufrió un menoscabo por un hecho en el cual no participó, lo que no implica entrar a resolver controversias de naturaleza privada.

Algo similar ocurre en la República Dominicana donde las personas físicas o jurídicas que infrinjan las disposiciones contenidas en la ley, en el reglamento y en las normas que dicte la Superintendencia de Valores, ocasionando daños a terceros, estarán obligadas a indemnizar por daños y perjuicios a la persona afectada, lo que no impide, en ningún caso, la aplicación de las sanciones administrativas o penales que pudieran corresponderle; y en Honduras, donde las personas físicas o jurídicas que, como consecuencia de infringir las normas ocasionaren daños, estarán obligados a la reposición del daño causado. En Chile, únicamente en el caso de infracción de las normas de información privilegiada y para el solo efecto de velar por los intereses de los terceros perjudicados, se puede solicitar al tribunal competente que decrete alguna de las medidas preventivas que establece la Ley. Finalmente, en España se puede solicitar el embargo y congelación de activos.

2.5. Confidencialidad durante el proceso de investigación y sancionador. Interesados en dichos procesos. Publicidad

Como lógico corolario de la potestad de inspección, supervisión y sanción que poseen los supervisores del mercado de valores, es imprescindible que se establezca un deber de secreto sobre las informaciones obtenidas en el ejercicio de esta potestad, si bien, es factible que dicho deber de secreto tenga algunas excepciones, como cuando existe un consentimiento expreso del interesado, cuando la información sea solicitada por alguna autoridad judicial o cuando lo sea por Comisiones de Investigación del Parlamento, por ejemplo.

No obstante, el lógico cierre de los supuestos en los que se permite la comunicación de datos reservados que se hallen en poder de los supervisores, sería la imposición del deber de salvaguarda del secreto de la información a la Autoridad administrativa, judicial o del tipo que sea que la reciba. Y tal imposición de sigilo no es baladí, pues siempre que vaya establecida en una disposición de rango legal, su quebrantamiento puede dar lugar a responsabilidades administrativas (disciplinarias, en el ámbito interno de los propios funcionarios afectados, y puramente sancionadoras o externas) e incluso civiles o penales.

Sin embargo, el deber de secreto o confidencialidad que afecta a los procesos de investigación y sancionadores no implica que toda la información tenga carácter reservado, sino solo la obtenida en el ejercicio de las facultades de supervisión e inspección.

Además, la norma debe prever la difusión de información al mercado como medio indispensable para conseguir los fines que los supervisores tienen encomendados y la transparencia del mercado. Así han de existir registros de carácter público, se debe difundir hechos relevantes y, en definitiva, debe existir la posibilidad de difundir cualquier información relevante para la cotización de los mercados, la negociación o la derivada de las potestades de supervisión.

Por tanto, teniendo en cuenta que la falta de acceso a las actuaciones de supervisión o investigación, que en forma de actuaciones previas a la decisión de ejercicio o no de la potestad sancionadora se practican en el seno del Supervisor, derivan de las exigencias impuestas por la norma relativas al carácter secreto de las actuaciones de supervisión y de las informaciones que a través de las mismas se obtengan, resultaría improcedente que persona distinta al propio investigado y, en su caso, posterior expedientado, pudiera convertirse en interesado y parte legítima en dichas actuaciones de comprobación y sanción.

En efecto, el interés legítimo que es necesario acreditar para constituirse como parte en un procedimiento de investigación o sancionador ha de consistir en una utilidad jurídica que se materializaría de prosperar la investigación o el expediente en su caso, en un interés real. Sin embargo, como norma general, la imposición o no de una sanción, única consecuencia que se deriva de la incoación de un procedimiento administrativo sancionador sobre la materia que es objeto de análisis, no produce efecto positivo alguno en la esfera jurídica de un tercero, ni elimina carga o gravamen alguno de esa esfera, sobre todo teniendo en cuenta que los supervisores carecen de competencia para ordenar el resarcimiento por los daños causados al inversor, único perjudicado por el incumplimiento de las normas de conducta. Por tal motivo, los únicos interesados en un proceso de investigación o sancionador serán los investigados e imputados y sus representantes legales.

Analizadas las obligaciones de confidencialidad a las que se encuentran sometidos los procedimientos de investigación y sanción, obligaciones a las que todas las jurisdicciones participantes en este estudio se encuentran sometidas, así como las restricciones que han de existir en cuanto a quienes se constituyen como interesados en dichos procedimientos, debemos detenernos en una cuestión que, aparentemente, pudiera parecer contradictoria con lo indicado hasta ahora.

Nos estamos refiriendo a la publicidad que ha de acompañar a los expedientes sancionadores, cuestión de vital importancia por cuanto una de las formas de conseguir que las sanciones impuestas por incumplimiento de la normativa de protección del inversor sean eficaces, disuasorias y, además, tengan un efecto ejemplarizante para el resto de los participantes, es que sean conocidas por todo el sector.

La publicación de los expedientes sancionadores puede producirse en dos momentos procesales distintos, en el de la apertura o cuando el procedimiento ha concluido. La mayoría de los países participantes en este estudio dan publicidad a las sanciones una vez concluido el procedimiento.

En el caso de Argentina y Costa Rica se da publicidad en la página web del organismo y en la del mercado donde se desempeña, tanto a la apertura del procedimiento como a la resolución por la que se concluye, independientemente de la gravedad, tanto si se impone una sanción como si resulta absolutoria. Además, en el caso de Costa Rica, el supervisor emite un comunicado de hecho relevante en el que se informa al mercado sobre la apertura y resolución final de los procedimientos.

En jurisdicciones como la brasileña, chilena, paraguaya o peruana, aún teniendo como norma general el carácter reservado de la apertura del procedimiento sancionador o de las investigaciones previas realizadas, cabe la posibilidad de que pierdan dicho

carácter en ciertos supuestos. Así, en Brasil y Paraguay es posible publicar la apertura del procedimiento sancionador cuando la CVM considera que por interés general debe informarse al público. Por su parte, en Ecuador o Perú cuando se inicia un expediente, la información vinculada a la investigación no es pública hasta que la resolución que pone fin al procedimiento queda consentida o han pasado 6 meses desde que se inició el procedimiento sin haberse emitido resolución. Finalmente en Chile, su normativa faculta al Superintendente a hacer públicos antecedentes, en principio reservados, en caso de requerirlo el interés de los accionistas o inversores.

Adicionalmente, en buena parte de los países analizados en el Estudio está prevista la publicación de las sanciones. Es así, cómo en Bolivia, Guatemala u Honduras, las sanciones se publican cuando se emite y notifica la respectiva Resolución. En el caso de Bolivia y de Guatemala el Órgano Supervisor publica las sanciones en su página web como Hecho Relevante. En el caso de Honduras, la propia Resolución indica dónde y cómo realizar la publicación.

En otras jurisdicciones, como Colombia, El Salvador, Ecuador, España, México, Panamá y Perú, las sanciones se publican cuando son firmes. En el caso de Colombia, México, Panamá y Paraguay, la firmeza se refiere a la imposibilidad de presentar frente a la Resolución recurso alguno (firmeza judicial), mientras que en el caso de España y Perú la firmeza requerida para la publicación de las sanciones es administrativa (es decir, aún caben recursos en vía judicial).

Ha de mencionarse que en Colombia se aplica el principio de revelación dirigida, que implica que la Superintendencia podrá determinar el momento concreto de divulgar la información en aquellos supuestos en que la revelación de la sanción ponga en peligro la solvencia o seguridad de las entidades vigiladas, bien individualmente o bien en su conjunto.

Por su parte, en España, si bien las sanciones por infracciones graves y muy graves —no así las sanciones por la comisión de infracciones leves— se publican en el Boletín Oficial del Estado, también existe un registro público de sanciones, a cargo de la CNMV, accesible a través de su página web, en el que han de permanecer durante un periodo de 5 años. Adicionalmente, cuando la sanción impuesta sea la de suspensión, separación, y separación con inhabilitación, se hará constar en la página registral de la entidad en el Registro Mercantil. Finalmente, todas las sanciones impuestas a personas jurídicas han de ser comunicadas en la Junta General de Accionistas.

Por lo que se refiere a la República Dominicana ha de indicarse que, si bien las sanciones han de hacerse públicas, lo cierto es que actualmente no se publican, aunque

están trabajando internamente en una plataforma en línea para poder publicarlas. No obstante, las sanciones están disponibles para terceros, previa solicitud.

Finalmente, respecto a lo que abarca el contenido de la publicación, mientras que en países como Argentina, Chile o Colombia se publica la resolución íntegra, en otros, como Costa Rica, España, México o Panamá, solo se publica su parte dispositiva.

2.6. Medios de prueba

Los medios de prueba podrían definirse como todos los elementos que pueden servir para lograr el convencimiento del juzgador sobre la existencia o no de los hechos alegados por las partes. En el ámbito de procedimiento administrativo sancionador dado que es una manifestación del *ius punendi* del Estado, en principio deberían poder utilizarse los mismos medios de prueba que en el procedimiento penal. Los tipos de prueba que pueden practicarse son, básicamente:

- Confesión.
- Las declaraciones de testigos.
- Los dictámenes de peritos.
- Los documentos públicos o privados.
- Las presunciones.
- Cualquier otra que sea útil para determinar si se han cometido o no los hechos infractores que se imputan.

En relación con esta cuestión, prácticamente todos los países participantes en este estudio coinciden en que en sus jurisdicciones es posible utilizar todos los medios de prueba admisibles en derecho, que han de ser apreciados de acuerdo con las reglas de la sana crítica, siendo rechazables únicamente aquellos que resulten improcedentes, innecesarios o contrarios a la moral, al orden público y al derecho, tales como las pruebas obtenidas con violación de derechos fundamentales, especialmente el derecho a la intimidad.

En Argentina durante la etapa sumarial, los medios de prueba admisibles son la prueba testimonial, las pericias técnicas, la prueba de informes y la declaración del sumariado, no encontrándose entre las pruebas admisibles la de presunciones o indiciaria. Lo mismo ocurre en Ecuador y Honduras donde la única prueba admisible en el procedimiento administrativo sancionador es la documental, aunque es posible tomar declaración a cualquier persona que tenga conocimiento de algún hecho que se quiera aclarar en relación con alguna operación de las realizadas por las instituciones supervisadas. En el caso de Ecuador, en el procedimiento administrativo sancionador, las pruebas son documentales tales como documentos públicos o privados, los dictámenes de peritos y, en el caso de la confesión judicial, a través de autoridad judicial competente.

Finalmente señalar que, en España, los hechos constatados en el ejercicio de sus funciones de supervisión e inspección por el personal de la CNMV, debidamente autorizado por su Consejo, tendrán valor probatorio (presunción *iuris tantum*) sin perjuicio de las pruebas que en defensa de sus respectivos derechos o intereses se puedan señalar o aportar por las personas o entidades interesadas.

En definitiva, como se ha indicado anteriormente, en el procedimiento administrativo sancionador rige la presunción de inocencia, lo que significa que no se puede sancionar a un expedientado si no se ha acreditado, fehacientemente, la comisión de la infracción. En este sentido, la carga de la prueba recae en quien imputa la infracción, es decir, en el supervisor.

3. SANCIONES

3.1. Tipos de infracciones. Elementos distintivos de los tipos

La protección del inversor entendida en un sentido amplio comienza con el proceso de autorización de los intermediarios financieros —momento en el que el supervisor tratará de asegurarse de que se cumple con una serie de requisitos que permiten presumir que la entidad, entendiéndola como tal una persona física o jurídica, podrá afrontar con ciertas garantías los compromisos que asuma con sus clientes—, para continuar con la vigilancia y supervisión del cumplimiento normativo por parte de las entidades habilitadas, así como con el registro de los productos de inversión por ellas comercializados. En cada una de estas etapas, las entidades pueden incumplir la normativa vigente cometiendo infracciones que pueden atentar contra la protección del inversor.

Estas infracciones pueden estar relacionadas, en el sentido amplio expuesto, con las siguientes conductas:

- La realización de actividades reservadas a las empresas de servicios de inversión sin haber obtenido la autorización previa o la realización de actividades distintas a aquellas para las que la entidad está autorizada.
- La negativa o resistencia a la actuación supervisora o inspectora del Supervisor.
- La realización de ofertas públicas de venta o suscripción de valores sin folleto o prospecto previo.

No obstante, en un sentido más estricto, la protección del inversor se concretaría en tratar de evitar que se produzcan conflictos de interés entre los inversores y los

intermediarios, o entre los inversores de un mismo intermediario, y en obtener y dar información suficiente a los inversores por parte de los intermediarios al objeto de adecuar el producto ofertado al perfil inversor del cliente, y de que este conozca todas las características del producto así como la evolución de su inversión. Desde este punto de vista, las infracciones que podemos considerar típicas de protección del inversor son las que se refieren a los siguientes incumplimientos:

- La falta de medidas o políticas de gestión de conflictos de interés, o, en caso de tenerlas, su aplicación.
- No informar a los clientes adecuadamente, y en todo momento, sobre la entidad y los servicios que presta, los instrumentos financieros que les ofertan, los gastos y costes asociados al servicio de inversión que se presta, los riesgos de los instrumentos financieros, así como sobre la evolución de sus inversiones.
- No obtener de los clientes información suficiente sobre sus conocimientos financieros, su experiencia inversora y objetivos de inversión que permita a la entidad determinar si la inversión propuesta es adecuada o no al perfil inversor del cliente.

Estas normas de protección del inversor, en sentido estricto, serían lo que habitualmente se denominarían normas de conducta. Los textos normativos de los 17 países participantes en el Estudio recogen normas de conducta, si bien, no en todos ellos tienen la misma amplitud y concreción ni en todas las jurisdicciones se vigila de igual manera el cumplimiento de las mismas. En este sentido, alguna de estas jurisdicciones, tales como Argentina⁴¹, Chile, Colombia⁴², Brasil, El Salvador⁴³, España, México, Panamá, Perú y Uruguay han realizado en fecha reciente modificaciones regulatorias con el fin de incrementar o actualizar estas normas, mientras que en otros países como Bolivia, Ecuador, Honduras, Panamá, Paraguay o República Dominicana⁴⁴, esta actualización aún está pendiente.

41. Con fecha 29 de noviembre de 2012, en Argentina se aprobó la nueva Ley de Mercado de Capitales, que prevé en forma explícita en sus artículos 1º y 19 como uno de sus objetivos primordiales la protección al inversor.

42. Existen infracciones por vulneración de:

- Los principios orientadores de la protección del consumidor financiero.
- Los derechos de los consumidores financieros.
- Las obligaciones de las entidades vigiladas y sus administradores y funcionarios.
- Cualquier otra norma de protección al consumidor.

43. La ley de supervisión y regulación del sistema financiero, vigente desde el 2 de agosto de 2011, ha incorporado nuevos requisitos de conductas en la forma que deberían conducir sus negocios, actos y operaciones.

44. El Poder Ejecutivo promulgó mediante el nº 664-12, el Reglamento de Aplicación de la Ley de Mercado de Valores. Para el año 2013 está previsto presentar al Congreso la modificación de la Ley del Mercado de Valores.

No obstante, a la hora de tipificar el incumplimiento de las normas de conducta, todas las jurisdicciones atienden a diversos criterios a fin de determinar la gravedad de la conducta infractora cometida. En algunas, como Costa Rica, Ecuador, España, Paraguay o Perú, esto lleva a calificar las infracciones cometidas como muy graves, graves o leves.

Sin embargo, a la hora de realizar esta distinción, el tipo infractor debe incluir elementos que permitan realizar la calificación de la conducta y que determinen la razón por la que una conducta es más grave que otra. Estos elementos pueden ser diversos, si bien dado que se trata de normas que tienen como finalidad la protección de los intereses de los inversores, parece lógico que los elementos utilizados para determinar la gravedad de la conducta estén relacionados, precisamente, con los inversores como, por ejemplo, el perjuicio ocasionado a los clientes, la lesión a sus intereses o el número de clientes afectados por la conducta infractora.

En Ecuador, es precisamente la lesión a los intereses de los partícipes el elemento que se toma en consideración para distinguir entre infracciones leves, graves y muy graves, siendo las infracciones leves las que no lesionan o lo hacen de una forma leve dichos intereses, las graves las que los ponen en serio peligro o los lesionen gravemente, y las muy graves las que los ponen en gravísimo peligro o los lesionen enormemente.

En España, existía un tipo básico grave y un tipo cualificado muy grave, cuya distinción venía determinada por el perjuicio causado a los clientes. A partir de la modificación legislativa introducida en la LMV en marzo de 2011, el tipo básico pasa a ser el muy grave —incumplimiento de las normas de conducta—, de forma que el grave se convierte en un tipo reducido —cuando la inobservancia de la norma sea ocasional o aislada—, incluyéndose un nuevo tipo residual leve para aquellos supuestos en que el incumplimiento de las normas de conducta sea singular. En definitiva, en marzo de 2011 desaparece como elemento típico de agravación de la conducta el perjuicio causado a los clientes, incluyéndose, a partir de ese momento, como elemento distintivo entre uno y otro tipo infractor el número de clientes afectados por la conducta llevada a cabo por el intermediario.

3.2. Sanciones. Tipos de sanciones

El *enforcement* o cumplimiento efectivo debe incorporar, necesariamente, sanciones disuasorias, eficaces y proporcionadas, sin las cuales este proceso no consigue ningún resultado final significativo. La aplicación regulatoria debe hacer uso de sanciones penales y no penales —administrativas y civiles—, dependiendo del sistema legal en el que converjan o no ambos tipos de sanciones.

Sin embargo, lo ideal es que exista la posibilidad de imponer tanto sanciones administrativas, amén de civiles y penales, y ello porque en aquellas jurisdicciones donde determinados incumplimientos de normas del mercado de valores estaban tipificados únicamente como delito, se ha observado que dado que el supervisor no tiene competencia para procesar, debe pasar el asunto a la autoridad penal que, normalmente, tiene otro tipo de procedimientos en curso, generalmente de mayor gravedad que los incumplimientos relacionados con el mercado de valores. Además, en muchos casos, los jueces y fiscales carecen de los conocimientos específicos necesarios para abordar con éxito los delitos financieros.

Aunque posteriormente se analizará la capacidad de imponer sanciones penales por la comisión de determinados delitos relacionados con incumplimientos de la normativa del mercado de valores, en este apartado se van a analizar únicamente las sanciones administrativas que pueden imponerse en las jurisdicciones participantes en este trabajo y, en este ámbito, es tan importante el mecanismo para la imposición de sanciones, como también lo es el tipo de sanciones que pueden ser impuestas. Cualquiera que sea el sistema legal es importante que el supervisor tenga a su disposición una amplia gama de sanciones incluidas, naturalmente, sanciones de carácter económico.

Las evaluaciones de IOSCO⁴⁵ revelan que la falta de amplias facultades sancionadoras es una debilidad común en todas las jurisdicciones, principalmente, por lo que se refiere al establecimiento de sanciones económicas que, dada su cuantía, no cumplen con su finalidad disuasoria, resultando más beneficioso, en algunos supuestos, la comisión de la infracción dado que la cuantía de la multa a imponer puede resultar inferior al beneficio obtenido con la comisión de la infracción.

Prácticamente en todos los países participantes del Estudio se pueden imponer —por la comisión de infracciones— sanciones diversas que van desde amonestaciones públicas y privadas, verbales y escritas, multas económicas, suspensiones de actividad por periodos más o menos amplios, hasta la cancelación o revocación definitiva de la licencia para actuar en el ámbito del mercado de valores. Así ocurre en países como Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, España, Guatemala, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana o Uruguay.

En algunas de estas jurisdicciones también está prevista la sanción de inhabilitación, sanción que, obviamente, solo es aplicable a personas físicas, motivo por el cual, también es posible en estas jurisdicciones sancionar a los miembros del Consejo de Administración o Directorio —caso de Argentina, Brasil, Colombia, El Salvador, Ecuador, España, Paraguay y Perú—.

45. www.iosco.org

La competencia del supervisor para sancionar a los miembros del Consejo de Administración o directores de la entidad infractora que, a su vez, resulten responsables de la infracción cometida, no es cuestión baladí, por cuanto el efecto disuasorio que se pretende conseguir con el inicio de un procedimiento sancionador, y la posterior imposición de sanciones, aumenta considerablemente cuando es posible sancionar a las personas físicas responsables que, en definitiva, son las que adoptan las decisiones en la persona jurídica. Sin embargo, no todas las jurisdicciones participantes en este estudio poseen tal competencia. Así, frente a países como Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, España, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay o Perú, donde es posible incoar expediente administrativo sancionador a los administradores y directivos de la entidad infractora que resulten responsables de la infracción cometida, en otros —como Bolivia— el supervisor no goza de tal competencia, ya que la potestad sancionadora del órgano de supervisión abarca únicamente a las personas jurídicas y personas naturales sujetas a inscripción en los Registros del mercado de valores y, por lo tanto, el procedimiento administrativo sancionador se seguirá frente a la entidad que incurra en posibles incumplimientos, no pudiendo llegar hasta el nivel de dirección (Directorio) o ejecutivo (Gerencias) de la sociedad, aunque estos sean responsables por su gestión directamente ante los accionistas de la sociedad.

Por último, y siguiendo con el efecto disuasorio que han de tener las sanciones que se impongan, es importante que las sanciones económicas no sean cuantías fijas sino que para su cuantificación se utilicen criterios variables relacionados con la infracción cometida, por ejemplo, con el beneficio obtenido con la comisión de la infracción, con los fondos totales utilizados en la comisión de la infracción, con el perjuicio causado o evitado, con los recursos propios de la entidad infractora, o con cualquier otro parámetro que permita adaptar la multa a imponer a la magnitud y características propias del incumplimiento que ha de sancionarse. Criterios de estas características se recogen en la legislación de países como Argentina, Brasil y España.

Y ello es así porque las sanciones económicas fijas pueden resultar claramente inferiores a cualquiera de estos criterios, sobre todo al beneficio obtenido con la comisión de la infracción, lo que traería como consecuencia que carecieran de carácter disuasorio al poder resultar más beneficioso cometer la infracción que cumplir con las normas.

Esto ocurre en países como Paraguay, donde la multa es hasta el monto equivalente a 200 salarios mínimos mensuales establecidos para trabajadores de actividades diversas no especificadas (unos 75.083 dólares); en Perú, donde la multa no puede ser menor de 1.403 dólares ni superior a 421.153 dólares⁴⁶; en República Dominicana,

46. La Ley del Mercado de Valores del Perú establece que las multas que se apliquen por infracciones a la regulación sobre el mercado de valores serán no menores a 1 UIT ni mayores de 300 UIT. Al respecto,

donde las sanciones administrativas de carácter cuantitativo oscilan entre 50.000 pesos dominicanos (unos 1.277 dólares) hasta 1 millón (25.543 dólares) o Uruguay, jurisdicción en la que la multa básica no puede ser inferior a 5.000 unidades indexadas (619 dólares), la multa diaria 1.000 unidades indexadas (124 dólares), si se incumplen las instrucciones particulares en tiempo y formas, 50.000 (6.195 dólares) y si la infracción es continuada en el tiempo, se incrementará en función del tiempo transcurrido.

En Europa también se detectó que las legislaciones de algunos países miembros de la Unión Europea contemplaban un tope máximo para las sanciones de tipo pecuniario que, dependiendo de las características y magnitud de las infracciones cometidas, podía resultar poco disuasorio. Por este motivo, en la actualidad se está discutiendo un Reglamento comunitario de MiFID (Directiva comunitaria que armonizó en Europa la normativa sobre protección del inversor) que obligará a elevar considerablemente ese tope máximo a aquellos países que lo contemplan en su normativa interna, para evitar, precisamente, que esos topes traigan como consecuencia que desaparezca el efecto disuasorio que necesariamente ha de tener toda sanción, en este caso, administrativa.

Adicionalmente, aun cuando lo habitual es que la comisión de infracciones que vulnere las normas de protección de los inversores lleve aparejada una multa de carácter económico, en algunas jurisdicciones se han impuesto otro tipo de sanciones en vez de las de carácter pecuniario. Así, en Argentina, en alguna ocasión se ha sancionado este tipo de incumplimientos con apercibimiento; en Chile, con censura siempre que no haya habido perjuicios y/o cuando el expediente no haya tenido su origen en denuncias de inversores afectados; en Colombia, con amonestación en casos de incumplimiento de los deberes de información a los inversores, si bien, teniendo para ello en cuenta la gravedad de la conducta; y en Costa Rica, en algún caso suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o de las actividades que puede realizar el infractor en el mercado de valores por un año y en otros, amonestaciones privadas.

3.3. Independencia del Supervisor. Destino y cobro de las sanciones de multa

Una de las cualidades básicas que debe caracterizar a cualquier organismo supervisor del mercado de valores ha de ser su carácter independiente, aun cuando es cierto que esto es difícil de conseguir. La independencia del organismo genera credibilidad

cabe considerar que la Unidad Impositiva Tributaria (UIT) es un valor determinado por el poder público, que puede ser actualizado anualmente. En el año 2012 el valor de 1 UIT corresponde a 3.650 nuevos soles, que a un tipo de cambio de 2,60 por dólar equivale a 1.403,8 dólares.

en la institución y confianza en sus decisiones, elementos fundamentales sobre todo en un entorno como el actual donde el descrédito y desconfianza hacia las instituciones del Estado va claramente en progresión ascendente.

Esta independencia, además de en el ejercicio de otras funciones típicas de los organismos reguladores y supervisores, es básica en el ejercicio de la potestad sancionadora. solo un organismo independiente puede actuar con equidad y justicia a la hora de ejercer la potestad punitiva del Estado que tiene encomendada a través de los procedimientos sancionadores, algunos de los cuales pueden concluir con sanciones muy importantes que afectan al ámbito patrimonial y reputacional de los infractores sancionados, evitando cometer cualquier tipo de arbitrariedad. En este sentido, uno de los elementos que pueden indicar al ciudadano el nivel de independencia del organismo es el destino de las sanciones pecuniarias impuestas, aún cuando, dar una respuesta adecuada a cuál es el destino idóneo no es sencillo. Si se ingresan en el propio supervisor, el ciudadano podría pensar que aquel estaría interesado en poner cuantas más multas mejor, y si por el contrario se ingresan en el Tesoro Público, podría interpretarse que el gobierno podría tener interés en que la actividad del supervisor fuera eminentemente sancionadora con un afán eminentemente recaudatorio.

Prueba de esta controversia es que en 8 de los países analizados en el Estudio —Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, España y México—, el destino final que se da a las multas impuestas por la comisión de infracciones administrativas es el Tesoro Público, mientras que en otros 8 —Argentina, Ecuador, Guatemala, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay— las multas pasan a formar parte del presupuesto del supervisor. En el caso de Ecuador, para formar un fondo administrado por la propia Superintendencia destinado a la promoción del mercado de valores y a la capacitación técnica y profesional de los funcionarios, empleados y operadores de las entidades reguladas por la Ley del Mercado de Valores; en Panamá, para la ejecución exclusiva de programas de educación a los inversores; y en Guatemala, el 50% para gastos de inversión y funcionamiento del supervisor, y el otro 50% para el fomento de proyectos de formación y capacitación en cultura bursátil y financiera al personal del Registro, a la ciudadanía, y para cualquier otra actividad derivada o complementaria que tenga como objetivo el ordenamiento y difusión del mercado de valores y mercancías.

Mención aparte merece el caso de Honduras, jurisdicción en la que el importe de las multas se ingresa en un lugar u otro dependiendo del carácter del sancionado. Así, si los sancionados son instituciones del sistema financiero, la cuantía de la multa ha de ingresarse en una cuenta a nombre del Fondo de Seguros de Depósitos en el Banco Central de Honduras. Por su parte, el resto de los sancionados por la comisión de infracciones del mercado de valores ha de ingresar el importe de las multas en la Tesorería General de la República.

Respecto al momento a partir del cual surge para el sancionado la obligación de efectuar el pago de la sanción, también difiere de un país a otro. En El Salvador, España, Panamá o Paraguay es exigible el importe de la multa desde que la Resolución que la impone gana firmeza administrativa, si bien, en El Salvador, España y Paraguay, el infractor tiene un plazo para pagar en periodo voluntario (normalmente, 30 días desde la notificación de la firmeza), mientras que en Panamá ha de efectuarse el pago de manera inmediata una vez que sea firme la decisión.

En Colombia, la obligación de pago surge a partir de la firmeza del acto administrativo que impuso la sanción (ejecutoriedad), esto es, cuando contra el acto administrativo no procede ningún recurso, cuando los recursos interpuestos se hayan decidido, cuando se interpongan recursos, cuando se renuncie expresamente a ellos, cuando haya lugar a la perención, o cuando se acepten los desistimientos.

Sin embargo, en otras jurisdicciones la obligación de pago surge de forma inmediata tras la notificación de la resolución sancionadora. Así ocurre en Argentina, Honduras, Bolivia, país este en el que el sancionado debe adjuntar el comprobante de depósito del pago de la sanción si quiere interponer recurso contra la resolución sancionadora, o en Costa Rica donde puesto que la interposición de los recursos no interrumpe la ejecución de los actos, aun cuando para evitar inconvenientes la ejecución se deja sujeta a la firmeza del acto, a menos que existan situaciones especiales que requieran una ejecución inmediata.

Por su parte en Brasil y Chile, una vez notificada la resolución sancionadora al infractor, si este no interpone recurso contra la Resolución sancionadora dentro del plazo legal, la multa se hace exigible gozando la misma Resolución de fuerza ejecutiva. Sin embargo, en caso de que el sancionado interponga recurso, su cobro se haría exigible una vez ejecutado el fallo que haya rechazado tal recurso, teniendo en tal caso la sentencia fuerza ejecutiva por sí sola. Similar sería el caso de Guatemala, donde la sanción puede cobrarse cuando la Resolución obtiene firmeza administrativa si no es impugnada, y, si lo fuere, cuando haya ganado firmeza judicial.

En México la sanción de multa ha de abonarse en los 15 días hábiles siguientes a la fecha de su notificación, actualizándose el importe de la misma desde el mes en que debió abonarse el pago hasta que el mismo se haga efectivo. En el caso de que se impugne la resolución sancionadora, se debe solicitar y tramitar ante los Tribunales competentes la suspensión de la ejecución del acto administrativo impugnado, garantizando el interés fiscal ante la autoridad ejecutora por cualquier medio permitido por las leyes fiscales. En este sentido, también en España cabe la posibilidad de que una vez que la Resolución sancionadora ha ganado firmeza administrativa y, por lo tanto, es ejecutiva recurrirla ante los Tribunales, y solicitar en dicho ámbito la adopción de la

medida cautelar de suspensión del pago de la multa. Esta cuestión se resolverá como pieza separada de urgencia por el Tribunal que obligará al sancionado, en caso de que finalmente se acuerde la suspensión del pago de la multa, a garantizar su cobro, normalmente por vía de la presentación de un aval.

En el caso de Perú, el infractor puede lograr la reducción de un porcentaje del total de la multa a pagar, siempre que acredite haber regularizado la situación que originó la sanción, pague la multa impuesta —aplicada la reducción correspondiente— dentro de los 5 días después de producida la notificación, y no interponga recurso en la vía administrativa o judicial.

En todo caso, una vez transcurrido el plazo fijado en cada jurisdicción para efectuar el abono de la multa sin que el infractor lo hubiera efectuado voluntariamente, cabe la posibilidad de exigirle dicho pago, si bien, el procedimiento a seguir para ello también varía de un país a otro. En algunos países se remite la gestión de estos trámites a un tercero ajeno al supervisor, normalmente al Órgano de Hacienda o Tesoro, para que proceda al cobro de la sanción, bien por vía ejecutiva o bien por vía judicial. Este es el caso de Chile, Costa Rica, España, México y Panamá.

Sin embargo, en otras jurisdicciones, es el propio supervisor el que tiene competencias para exigir el cobro. Es el caso de Brasil, país en el que la CVM tiene un órgano interno —la Procuraduría Federal Especializada, que forma parte de la Oficina del Procurador General— responsable de las acciones ante los tribunales, el asesoramiento jurídico, y de promover la recuperación judicial de créditos fiscales derivados de las sanciones administrativas aplicadas por la CVM. Colombia cuenta con el Grupo de Cobro Coactivo de la Superintendencia Financiera, encargado de adelantar el cobro de las obligaciones a favor del Tesoro. En Paraguay, si la multa no se paga, la propia Comisión podrá demandar judicialmente al infractor por juicio ejecutivo ante el Juzgado de lo Civil y Comercial. En el caso de Bolivia, Ecuador o Perú, la autoridad supervisora puede iniciar un procedimiento de ejecución coactiva dirigido a procurar el cobro de las multas. Finalmente en Argentina, la propia Comisión Nacional de Valores tiene facultades para requerir la ejecución de la multa impuesta en el procedimiento sumarial, a través de su Subgerencia Legal. Esa dependencia realiza una intimación al sancionado por el pago de la multa, y en el caso de que venciera el plazo de pago estipulado, el Organismo Supervisor tiene facultades para requerir la ejecución de la misma a través de un procedimiento judicial denominado Juicio Ejecutivo.

Por último, en países como El Salvador, es la Fiscalía General de la República, a petición de la Superintendencia, quien hará efectiva la multa por vía ejecutiva, teniendo la certificación de la resolución que haga el Superintendente fuerza ejecutiva. El procedimiento es similar en Honduras, donde si dentro de los 30 días hábiles siguientes

a la fecha de la notificación de haberse agotado la vía administrativa, no se hubiese acreditado el pago de la multa, la CNBS solicitará a la Procuraduría su reclamación por vía judicial. En el caso de Guatemala, se reclamará la sanción por medio del juicio económico-coactivo; en la República Dominicana, se recurrirá para el cobro de las multas impagadas a las vías legales ordinarias del Derecho civil; y, finalmente, en Uruguay, el cobro de las multas se hace efectivo contra las garantías depositadas por los intermediarios, recurriendo a las acciones judiciales ejecutivas para reclamar el excedente de la multa, en caso de existir.

3.4. Proporcionalidad de las sanciones impuestas

En todo expediente administrativo sancionador, a la hora de cuantificar la sanción o sanciones a imponer al responsable o responsables de la infracción cometida, se debe tener en cuenta el principio de proporcionalidad, cuya finalidad es guardar la debida adecuación entre la gravedad del hecho constitutivo de la infracción, su magnitud y consecuencias, y la sanción a aplicar. Adicionalmente, cabe la posibilidad de que dicho principio se complemente con otra serie de criterios, que actuarían como atenuantes o agravantes de la conducta infractora, y que tendrían como finalidad graduar la sanción a imponer.

Así, en España, además del principio de proporcionalidad contemplado en la Ley de Procedimiento Administrativo y, por consiguiente, de obligada observancia en cualquier procedimiento administrativo sancionador tramitado por la Administración pública, se incorporan como criterios a tener en consideración para graduar la sanción a aplicar, la existencia de intencionalidad o reiteración, la naturaleza de los perjuicios causados, y la reincidencia por comisión en el término de un año de más de una infracción de la misma naturaleza cuando así haya sido declarado por resolución firme. Además, existen otros criterios que han de ser tenidos en consideración a la hora de cuantificar las sanciones a imponer para el supuesto específico de las infracciones que se cometan al ordenamiento de las relaciones en el mercado de valores, criterios que se encuentran contenidos en la propia LMV, que a continuación se enumeran:

- a) La naturaleza y entidad de la infracción.
- b) La gravedad del peligro ocasionado o del perjuicio causado.
- c) Las ganancias obtenidas, en su caso, como consecuencia de los actos u omisiones constitutivos de la infracción.
- d) La importancia de la entidad correspondiente, medida en función del importe total de su balance.
- e) Las consecuencias desfavorables de los hechos para el sistema financiero o la economía nacional.

- f) La circunstancia de haber procedido a la subsanación de la infracción por propia iniciativa.
- g) La reparación de los daños o perjuicios causados.
- h) La colaboración con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siempre que la misma haya aportado elementos o datos relevantes para el esclarecimiento de los hechos investigados.
- i) En el caso de insuficiencia de recursos propios, las dificultades objetivas que puedan haber concurrido para alcanzar o mantener el nivel legalmente exigido.
- j) La conducta anterior de la entidad en relación con las normas de ordenación y disciplina que le afecten, atendiendo a las sanciones firmes que le hubieran sido impuestas, durante los últimos cinco años.

Sin embargo, estos criterios, aún cuando pudieran parecer lo contrario, no actúan como atenuantes o agravantes, sino que en primer término habrá que analizarse su aplicación al caso concreto y, una vez confirmado este extremo, habrá que proceder a su posterior valoración para atemperar o reforzar el reproche disciplinario que corresponda. Y ello, porque no se trata de un sistema de agravantes y atenuantes al estilo del Código Penal, sino de una relación de circunstancias o criterios de dosimetría punitiva que, en función de su incidencia en los hechos objeto de reproche, deben determinar el tipo y grado de sanciones a imponer.

En relación con esta cuestión, prácticamente todos los países participantes en este trabajo —Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Ecuador, El Salvador, España, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana y Uruguay— incorporan uno o varios criterios que han de tenerse en consideración por el supervisor, a fin de graduar la sanción y conseguir una adecuación entre la gravedad de la infracción cometida y la sanción que le correspondería, tales como la magnitud del perjuicio causado o los beneficios generados, la gravedad del daño, la duración de la conducta infractora, la naturaleza de la infracción, los antecedentes del infractor, la reincidencia de la conducta, la obstrucción a la labor inspectora, la falta de lealtad y ética, el resarcimiento del daño y las soluciones a favor del consumidor financiero, entre otros. Respecto a este último criterio, es necesario mencionar la legislación colombiana en la que, si bien se consagra la infracción del régimen de Protección al Consumidor Financiero como agravante de las sanciones administrativas que impone el supervisor a las entidades vigiladas, simultáneamente se recoge como criterio de atenuación de la sanción a imponer, el hecho de haber adoptado soluciones a favor del consumidor financiero dentro del trámite de quejas o reclamaciones, así como la implementación de medidas de mejoramiento de la protección al consumidor financiero.

En Panamá, además de que la Superintendencia aplique algunos de los criterios de valoración anteriormente señalados que se encuentran específicamente tasados en

su norma, la Junta Directiva también puede establecer criterios adicionales. Sin embargo, en otras jurisdicciones —como Costa Rica— las sanciones son fijas no admitiendo graduación, motivo por el cual el infractor tiene un cierto grado de previsibilidad de las consecuencias que derivarán de la infracción cometida.

Es necesario mencionar en este punto el caso de México y El Salvador. En el primer caso, a la hora de graduar la sanción ha de tenerse en cuenta la situación económica del infractor, y en el segundo caso cuando la sanción a imponer sea la de multa, deberá tomarse en consideración la capacidad económica del infractor, pudiendo dicha capacidad ser determinada por medio de la última declaración de renta del presunto infractor o por cualquier medio probatorio.

Como ya se ha indicado en otros apartados de este capítulo, el principio de proporcionalidad que debe presidir la graduación de las sanciones a imponer por la comisión de infracciones administrativas exige que en el caso de sanciones pecuniarias, la comisión de la infracción nunca resulte más beneficiosa para el infractor que el cumplimiento de las normas infringidas, en definitiva, que el beneficio obtenido con la comisión de la infracción nunca resulte superior a la sanción que se puede imponer por tal comisión. Es más, ni siquiera han de resultar iguales puesto que, en ese caso, lo que el infractor estaría haciendo al abonar la multa es proceder únicamente a la devolución de lo obtenido indebidamente, sin que realmente se le imponga sanción alguna por la irregularidad cometida.

En jurisdicciones como México o El Salvador, el tener en cuenta la situación económica del infractor, su capacidad o nivel de ingresos puede traer como consecuencia que se pierda el efecto disuasorio que han de tener las sanciones, dado que siempre puede darse el caso de que el beneficio obtenido por el infractor con la comisión de la infracción sea superior a su capacidad económica.

3.5. Tipos penales relacionados con la protección del inversor

Una vez analizada la capacidad para imponer sanciones de carácter administrativo, en este apartado se va a proceder a analizar si las normativas analizadas en este trabajo poseen, adicionalmente, tipos penales que tengan como finalidad la consecución de la protección del inversor, y cómo se procede en cada jurisdicción cuando dichos delitos, en caso de existir, son detectados por el supervisor. En las legislaciones de la mayor parte de los países —Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, España, Honduras, México, Panamá, Perú y República Dominicana— se contemplan delitos cuyo bien jurídico protegido es la protección del orden económico y social. Estamos hablando, entre otros, de los delitos típicos de manipulación del mercado o de utilización de información privilegiada, que si bien en última instancia

podría entenderse que protegen al inversor participante en el mercado, en realidad el bien jurídico que tratan de proteger, en primera instancia, es la transparencia e integridad del mercado. Estas conductas están tipificadas como delitos en prácticamente todas las jurisdicciones analizadas en este Estudio, con la excepción de El Salvador, Guatemala, Paraguay y Uruguay.

No obstante si nos centramos en delitos cuyo único bien jurídico protegido sea la protección del inversor, las circunstancias difieren de unos países a otros.

Así nos encontramos⁴⁷ con delitos tales como ocultar o falsear hechos importantes para apreciar la situación económica de la empresa (Argentina, Chile, Costa Rica, España, Honduras, México, Paraguay, Perú y República Dominicana); insertar hechos falsos o mencionar hechos inexistentes con la intención de obtener un beneficio o causar un perjuicio (Argentina); la oferta pública de valores no inscritos (Chile); la utilización indebida en beneficio propio o de terceros de valores entregados en custodia (Chile, Ecuador, Honduras, México y República Dominicana); proporcionar información falsa al mercado (Chile, España, Panamá, Paraguay y República Dominicana); el ofrecimiento fraudulento de efectos de crédito (Costa Rica); la autorización de actos indebidos (Costa Rica); asignar a valores calificaciones de riesgos con vicios o irregularidades (Ecuador, Honduras y República Dominicana).

Sin embargo, en otros países como Bolivia, Colombia, El Salvador, Guatemala y Uruguay, la legislación no contempla delitos cuyo bien jurídico tutelado sea, propiamente, la protección del inversor.

Una de las cuestiones que llama poderosamente la atención al analizar las legislaciones es que en algunas⁴⁸, como en Brasil, Honduras, México, Paraguay y República Dominicana—, los delitos se encuentran tipificados en su propia Ley del Mercado de Valores, es decir, en un cuerpo legal administrativo y no penal, lo que lleva a plantearse varias cuestiones:

- ¿Eso significa que estas conductas delictivas son perseguibles por el propio supervisor?
- ¿Quién investiga y persigue este tipo de delitos?

47. Esta lista de delitos es meramente enunciativa y no exhaustiva dado que, obviamente, puede haber más delitos de los mencionados, si bien se trata de poner de manifiesto que algunas jurisdicciones, preocupadas con la protección de los inversores, han optado por incluir en sus legislaciones tipos delictivos que tratan de protegerlos frente a determinadas conductas de las entidades del sector.

48. No ocurre así en Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, El Salvador, España, Guatemala, Panamá y Perú, jurisdicciones en las que los delitos vinculados al mercado de valores encuentran su tipificación en el Código Penal.

- ¿Son delitos perseguibles de oficio o a instancia de parte?
- ¿Existen elementos que permitan distinguir entre el tipo administrativo y el penal?
- Y, finalmente, ¿es posible tramitar en paralelo un procedimiento penal y administrativo por los mismos hechos?

En respuesta a estas interrogantes, a excepción de Guatemala y Panamá⁴⁹, prácticamente en todas las jurisdicciones —Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, España, Guatemala, Honduras, México⁵⁰, Panamá o Paraguay⁵¹— la investigación de los delitos vinculados al mercado de valores compete al Ministerio Fiscal al ser un delito de orden público perseguible de oficio, sin perjuicio de que puedan existir denuncias o querellas de las víctimas ante los Juzgado Penales.

En este sentido, cuando el Órgano Supervisor conoce en el ejercicio de sus funciones de fiscalización la comisión de algún delito, se encuentra obligado a ponerlo en conocimiento del Ministerio Fiscal, que será el encargado de seguir el proceso de investigación preliminar iniciado por el supervisor, incoando diligencias de investigación que concluirán o no con la presentación de sus conclusiones ante el juez competente que incoará diligencias previas.

En cuanto a los elementos de tipo administrativo y penal, en Costa Rica ambos son idénticos, mientras que en otras jurisdicciones como la argentina, colombiana, española, hondureña, mexicana, panameña, paraguaya o la salvadoreña, los elementos que constituyen el tipo administrativo y el penal son distintos, dotándose a los elementos del tipo penal de una mayor severidad acorde con las penas que se pueden imponer —penas privativas de libertad—.

Por su parte en Chile, en la mayoría de los casos, el tipo penal y administrativo corresponden a las mismas tipologías, sin perjuicio de situaciones en que el tipo penal se configura con condiciones de punibilidad de mayor entidad.

Respecto a la posibilidad de tramitar en paralelo un procedimiento administrativo y uno penal por los mismos hechos, en Chile, en casos de mayor revuelo público, se

49. En el caso de Guatemala, este tipo de delitos son perseguibles a instancia de parte y, en el de Panamá, hasta que no entre en vigor el Código de Procedimiento Penal, los delitos vinculados al mercado de valores requieren para el inicio de su investigación, de querrela formal por la parte afectada y la existencia de un informe técnico de la SMV.

50. En México, por ejemplo, estos delitos son investigados y perseguidos por la Unidad Especializada en Investigaciones de Delitos Fiscales y Financieros de la Procuraduría General de la República, a petición de la Procuraduría Fiscal de la Federación, previa opinión de la CNBV.

51. En el caso de Paraguay, la CNV actúa proveyendo de su cooperación al Ministerio Público para el esclarecimiento de los hechos.

tramitan a la vez ambos procedimientos, si bien se pospone la obligación de denuncia por parte de la SVS de los hechos presuntamente constitutivos de delitos a 24 horas después de que haya efectuado las investigaciones correspondientes que le permitan confirmar la existencia de los hechos y sus circunstancias.

En otras jurisdicciones —como Bolivia, Brasil, Colombia, Costa Rica, El Salvador⁵², Guatemala, México, y Panamá⁵³— se pueden tramitar a la vez ambos procedimientos, administrativo y penal, en todo caso, cabiendo la posibilidad de que el mismo sujeto sea penal y administrativamente responsable. En España, si bien esta última afirmación sería cierta siempre y cuando no se dé la triple identidad entre sujeto, hecho y fundamento entre ambos procedimientos, en cuyo caso, existiendo sanción penal no podría imponerse sanción administrativa (*non bis in ídem* material), cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables administrativamente sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial (prejudicialidad penal o *non bis in ídem* procesal). Reanudado el expediente administrativo, la resolución que se dicte por la CNMV deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento penal.

Por su parte, en Ecuador y Paraguay no se pueden tramitar sobre un mismo hecho un procedimiento administrativo y penal, dado que, por un mismo hecho ninguna persona puede ser juzgado dos veces.

52. En el caso de El Salvador lo normal es que el proceso administrativo finalice antes que el penal.

53. En Brasil y Panamá existe independencia de la potestad sancionadora de la Superintendencia, no existiendo prejudicialidad (no se requiere la Sentencia penal para iniciar el caso administrativo o viceversa). La Superintendencia debe proporcionar al Ministerio Público la información de que disponga y este, actuara de forma recíproca, proporcionando a la Superintendencia toda aquella información que pueda ayudar a la resolución del procedimiento sancionador.