

Objetivos y Principios para la Regulación de los Mercados de Valores

**ORGANIZACIÓN INTERNACIONAL DE COMISIONES DE VALORES
-OICV- (IOSCO, por sus siglas en inglés)**

Contenido

Prologo.....	1
Parte I. Introducción y declaración de objetivos y principios.....	4
1. Introducción.....	4
2. Implantación.....	5
3. Objetivos de la regulación de los mercados de valores.....	6
3.1 La protección de los inversores	6
3.2 Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes	7
3.3 La reducción del riesgo en el sistema.....	8
4. El entorno de la regulación.	8
Parte II. El Regulador.....	9
5. El Regulador.	9
5.1 Principios relativos al Regulador (PRINCIPIOS 1- 5)	9
5.2 Responsabilidad clara.....	9
5.3 Independencia y responsabilidad.....	10
5.4 Poderes suficientes y recursos adecuados.....	11
5.5 Proceso regulador claro y consistente.	11
5.6 La conducta del personal.	11
6. Autorregulación.....	12
6.1 Principios relativos a la autorregulación (PRINCIPIOS 6-7)	12
6.2 El papel de las Entidades Autorreguladas.	12
6.3 Autorización y supervisión	12

7.	Aplicación de la regulación del mercado de valores	14
7.1	Principios relativos a la aplicación de la regulación del mercado de valores (PRINCIPIOS 8-10)	14
7.2	Programas de inspección y cumplimiento.....	14
7.3	Poderes amplios de aplicación de la ley	15
7.4	Aplicación internacional de la ley	16
7.5	Blanqueo de capitales.....	16
8.	Cooperación en la regulación.	16
8.1	Principios relativos a la cooperación en la regulación (PRINCIPIOS 11-13)	16
8.2	La necesidad de cooperación nacional.....	16
8.3	La necesidad de cooperación internacional.....	17
8.4	El ámbito de la cooperación.....	18
8.5	Cooperación para la supervisión de conglomerados financieros.....	20
	Parte III. Emisores, intermediarios y mercados secundarios.	21
9.	Emisores	21
9.1	Principios relativos a los emisores (PRINCIPIOS 14-16).....	21
9.2	El ámbito de esta sección y la necesidad de regular a los emisores	21
9.3	Divulgación y publicidad oportuna de la información	22
9.4	Cuándo es necesaria la divulgación	22
9.5	Información sobre el control de las sociedades	23
9.6	Principios de contabilidad y auditoría.....	24
10.	Instituciones de inversión colectiva	25
10.1	Principios relativos a las instituciones de inversión colectiva (PRINCIPIOS 17-20)	25
10.2	Ámbito de esta sección	25
10.3	Aptitud para actuar como gestor	26
10.4	Supervisión de conducta, conflictos de intereses y delegación	26
10.5	Forma legal y estructura	26
10.6	Difusión de información a los inversores	27
10.7	Protección de los activos de los clientes.....	27
10.8	Valoración de activos y fijación de precios	28
10.9	Reembolso de participaciones en una institución de inversión colectiva.....	28
10.10	Cooperación internacional en la regulación	28
11.	Intermediarios del mercado.....	28

11.1	Principios relativos a los intermediarios del mercado (PRINCIPIOS 21-24).....	29
11.2	Ámbito de esta sección	29
11.3	Autorizaciones y supervisión.....	29
11.4	Adecuación del capital	31
11.5	Las normas de conducta y otros requisitos prudenciales	31
11.6	Actuación en el supuesto de quiebra financiera de un intermediario.....	34
11.7	Supervisión de los intermediarios	35
11.8	Asesores de inversiones	35
12.	El Mercado Secundario.....	36
12.1	Principios relativos al mercado secundario (PRINCIPIOS 25-30)	37
12.2	Ámbito de esta Sección	37
12.3	Bolsas de valores y sistemas de negociación.....	37
12.4	Supervisión constante de los sistemas e información sobre los procesos del mercado.....	39
12.5	Transparencia en la negociación	39
12.6	Prohibición de la manipulación y otras prácticas de mercado desleales	40
12.7	Grandes riesgos, procedimientos para casos de incumplimiento y distorsiones del mercado	40
12.8	Compensación y liquidación	41
12.9	Regulación y normas de los sistemas de compensación y liquidación.....	41
12.10	Verificación de las operaciones en los sistemas de compensación y liquidación.....	42
12.11	El riesgo en los sistemas de compensación y liquidación	42

Prólogo

Este documento ha sido elaborado por la Superintendencia de Valores de El Salvador y es una traducción libre resumida del documento original en inglés: "IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, IOSCO Report, -2003- (Up-dated with references to work done by IOSCO since September 1998), publicado en www.iosco.org.

IOSCO es el más importante forum de cooperación internacional en el mundo para las instituciones reguladoras de valores, que nació en 1983 como una transformación de la Asociación Regional Interamericana de Comisiones de Valores, con 11 socios. Actualmente está conformada por 181 miembros alrededor del mundo, los cuales en su mayoría son entes reguladores de mercados de valores.

Los 30 principios para la regulación de los mercados de valores¹, están basados en tres objetivos de regulación, los cuales son:

- La protección de los inversores²;
- Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes; y,
- La reducción del riesgo sistémico.

Para cumplir los tres objetivos anteriores, los 30 principios que están agrupados en las siguientes categorías, deberán estar implementados en la práctica en cada marco legal:

A. Principios relativos al Regulador

1. Las responsabilidades del regulador deben ser claras y expresadas con objetividad.
2. El regulador deberá ser operativamente independiente y responsable en el ejercicio de sus funciones y poderes.
3. El regulador deberá tener los poderes adecuados, los recursos apropiados y la capacidad para desempeñar sus funciones y ejercer sus poderes.
4. El regulador deberá adoptar procedimientos de regulación claros y consistentes.
5. El personal del regulador deberá observar las más elevadas normas profesionales, incluyendo deberes de confidencialidad.

¹ Por conveniencia, en este documento, las palabras "mercados de valores", cuando el texto lo permite, se usan para hacer referencia a los diversos sectores del mercado. En particular, cuando el contexto lo permita, deberá entenderse que incluyen referencia a los mercados de derivados. Lo mismo aplica para el uso de las palabras "regulación de valores".

² El término "inversores" incluye a los clientes u otros consumidores de servicios financieros.

B. Principios de autorregulación

6. El régimen regulador deberá hacer un uso apropiado de las Entidades Autorreguladas (EAR) que ejercen alguna responsabilidad directa de supervisión en sus respectivas áreas de competencia, en la medida apropiada a la dimensión y la complejidad de los mercados.
7. Las Entidades Autorreguladas (EAR) estarán sujetas a la supervisión del regulador y observarán normas de justicia y confidencialidad cuando ejerzan poderes y responsabilidades que les han sido delegadas.

C. Principios para la aplicación de la regulación de valores

8. El regulador tendrá extensos poderes de inspección, investigación y supervisión.
9. El regulador tendrá amplios poderes para la aplicación de la ley.
10. 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.

D. Principios de cooperación en la regulación

11. El regulador tendrá autoridad para compartir información tanto pública como no pública con homólogos nacionales y extranjeros.
12. Los reguladores establecerán mecanismos para compartir la información, que determinen cuándo y cómo compartirán dicha información, tanto pública como no pública, con sus homólogos nacionales y extranjeros.
13. El sistema regulador permitirá que se preste asistencia a reguladores extranjeros que tengan que realizar investigaciones en el desempeño de sus funciones y en el ejercicio de sus poderes.

E. Principios para los emisores

14. Se realizará una difusión completa, puntual y exacta de los resultados financieros y de otra información que sea relevante para la toma de decisiones por parte de los inversores.
15. Los accionistas de una sociedad serán tratados de una manera justa y equitativa.
16. Las normas de contabilidad y auditoría serán de una calidad elevada y aceptable a escala internacional.

F. Principios para las instituciones de inversión colectiva

17. El sistema regulador fijará normas para conceder autorizaciones y regular a aquellos que deseen comercializar o gestionar una institución de inversión colectiva.

18. El sistema regulador estipulará normas que rijan la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva y la segregación y la protección de los activos de los clientes.
19. La regulación exigirá la difusión, según se expone en los principios para los emisores, que sea necesaria para evaluar la idoneidad de una institución de inversión colectiva para un inversor concreto y el valor de la participación del inversor en dicha institución.
20. La regulación asegurará que exista una base conveniente y públicamente conocida para la valoración de los activos y la fijación del precio, así como también para el rescate de participaciones en una institución de inversión colectiva.

G. Principios para los intermediarios del mercado

21. La regulación estipulará normas mínimas de entrada para los intermediarios del mercado.
22. Se fijarán requisitos de capital mínimo inicial y requerimientos de recursos propios mínimos acordes con los riesgos asumidos de manera continua, así como otros requisitos prudenciales para los intermediarios que actúen en el mercado.
23. Los intermediarios del mercado estarán obligados a cumplir unas normas de organización interna y normas de conducta encaminadas a proteger los intereses de los clientes y asegurar una adecuada gestión del riesgo. La Autoridad del intermediario deberá ser el principal responsable del cumplimiento de estas normas.
24. Existirán procedimientos para los casos de quiebra de un intermediario del mercado con el fin de minimizar los perjuicios y las pérdidas de los inversores, así como controlar el riesgo en el sistema.

H. Principios relativos a los Mercados Secundarios

25. El establecimiento de sistemas de negociación, incluyendo las bolsas de valores, deberá estar sujeto a autorización y supervisión prudencial.
26. Existirá una supervisión prudencial constante de las bolsas y los sistemas de negociación con objeto de asegurar la integridad de la negociación mediante normas justas y equitativas que logren un equilibrio adecuado entre las exigencias de los distintos participantes del mercado.
27. La regulación promoverá la transparencia en la negociación.
28. La regulación estará diseñada para detectar e impedir la manipulación y otras prácticas desleales en la negociación.
29. La regulación tendrá por objeto asegurar la debida gestión y control de los grandes riesgos, el riesgo de incumplimiento y la distorsión del mercado.
30. Los sistemas de compensación y liquidación estarán sujetos a supervisión prudencial, y estarán diseñados de manera que sean justos y eficientes y que reduzcan el riesgo sistémico.

Parte I. Introducción y declaración de objetivos y principios

1. Introducción

Este documento presenta los tres objetivos en los cuales se basa la regulación de los mercados de valores y aunque las estructuras de los mercados de valores son diferentes, para un sistema de regulación que pretenda ser eficaz, estos objetivos son necesarios.

El presente documento desarrolla 30 principios para la regulación de los mercados de valores, que suponen la puesta en práctica de los objetivos mencionados. Se proporcionan algunos ejemplos de las prácticas actuales. Dichas prácticas cambiarán a medida que los mercados vayan evolucionando y que la tecnología y una mejor coordinación entre los reguladores permitan la puesta en práctica de otras estrategias.

Los mercados de valores y productos derivados son vitales para el crecimiento, el desarrollo y la fortaleza de las economías de mercado. Dan soporte a las iniciativas de las empresas, financian la implantación de ideas nuevas y facilitan la gestión del riesgo financiero. Además, dado que los inversores minoristas están colocando una proporción creciente de su dinero en fondos de inversión y otras instituciones de inversión colectiva, los mercados de valores se han convertido en un pilar esencial para la riqueza, el ahorro y los planes de jubilación de las personas.

Una regulación sólida, efectiva y la confianza que trae consigo, es importante para la integridad, el crecimiento y el desarrollo de los mercados de valores.

IOSCO reconoce que para que una economía nacional sea fuerte, son necesarios unos mercados nacionales sólidos. También reconoce que los mercados de valores nacionales se están integrando cada vez más en un mercado mundial. Los Estatutos de IOSCO expresan la intención de que los reguladores de valores, a escala tanto nacional como internacional, se guíen por una preocupación constante por la protección de los inversores.

La comunidad reguladora internacional deberá proporcionar asistencia, y un patrón que permita medir el progreso hacia una regulación efectiva. Este documento manifiesta nuevamente que IOSCO, como agrupación internacional líder de los reguladores de valores, asume la responsabilidad de ayudar en el establecimiento y mantenimiento de unas normas consistentes y de elevada calidad que rijan este mercado y que, no sólo protegerán a los inversores sino que además tenderán a reducir el riesgo sistémico.

Los reguladores deberán estar preparados para atender a los importantes retos que plantea el desarrollo creciente de la tecnología y, especialmente, los avances en el área del comercio electrónico.

Unos mercados financieros cada vez más globalizados e integrados presentan retos significativos para la regulación de los mercados de valores. Del mismo modo los mercados, y especialmente algunos mercados emergentes que han registrado un gran crecimiento en los últimos años, han sido propensos a los efectos de interacciones en operaciones transfronterizas y operaciones entre distintos tipos de activos. Algunos también están expuestos a volatilidades más altas a corto plazo después de crisis económicas o durante períodos de gran incertidumbre. Por lo tanto, en un entorno mundial e integrado, los reguladores deben estar en posición de evaluar la naturaleza de la conducta transfronteriza si quieren asegurar la existencia de unos mercados justos, eficientes y transparentes.

La universalización del mercado también trae consigo una interdependencia creciente entre los reguladores, por lo que deben existir vínculos fuertes y efectivos entre éstos. Los reguladores también deben tener mutua confianza. El desarrollo de estas vinculaciones y esta confianza será apoyado por el establecimiento de un conjunto común de principios guías y objetivos de regulación compartidos.

2. Implantación

Los miembros de IOSCO, se comprometen a asegurar la observancia de los objetivos y principios que se exponen, así como a promover los cambios necesarios en la legislación actual cuando ésta constituya un obstáculo para su cumplimiento.

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

Dependiendo de la materia en cuestión y las disposiciones dentro de una jurisdicción concreta, la implantación puede requerir la totalidad o cualquiera de los siguientes cambios: un cambio en la legislación o la regulación; un cambio en la política o las costumbres y procedimientos de la autoridad reguladora; o un acuerdo bilateral o multilateral.

El regulador deberá revisar con frecuencia la forma concreta en que se desarrolla la regulación de valores en su mercado. La propia evolución de los mercados obliga a una adaptación constante de su regulación. Esto significa, por lo tanto, que la implantación efectiva de los principios descritos en este documento es una tarea a realizar a lo largo del tiempo.

3. Objetivos de la regulación de los mercados de valores

Los tres objetivos principales de la regulación son:

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

Los tres objetivos están estrechamente relacionados entre sí y, en algún sentido, se superponen. Muchos de los requisitos que ayudan a garantizar unos mercados justos, eficientes y transparentes también proporcionan protección al inversor y ayudan a reducir el riesgo en el sistema. De manera similar, muchas de las medidas que reducen el riesgo en el sistema aportan protección a los inversores.

Además, para la implantación efectiva de los tres objetivos, son necesarias herramientas tales como programas detallados de supervisión y cumplimiento, procedimientos de aplicación efectiva de la ley y cooperación estrecha con otros reguladores.

3.1 La protección de los inversores

Los inversores deberán estar protegidos de prácticas engañosas, de manipulación o fraudulentas, incluyendo el uso indebido de información privilegiada, la utilización en beneficio propio de información sobre valores, antes que beneficiar a los clientes ("front running") y abusos en el uso de los activos de dichos clientes.

El medio más importante para garantizar la protección de los inversores es la difusión de información relevante y suficiente para la toma de decisiones. De este modo, los inversores pueden evaluar los riesgos potenciales y los beneficios de sus inversiones y, así, proteger mejor sus propios intereses. Como componente clave de los requisitos de difusión y publicidad de la información deberán existir normas de contabilidad y auditoría de una calidad elevada e internacionalmente aceptable.

Sólo las personas debidamente autorizadas o poseedoras de autorizaciones o licencias deberán ofrecerse al público como proveedores de servicios de inversión; por ejemplo, como intermediarios del mercado u operadores de las bolsas. Los requisitos de capital inicial y recursos mínimos exigibles deberán estar diseñados para lograr un entorno en el que una casa de valores pueda cumplir las exigencias de sus contrapartidas en cada momento y, si es necesario, liquidar su negocio sin causar pérdidas a sus clientes.

La supervisión de los intermediarios del mercado deberá lograr la protección de los inversores fijando unas normas mínimas para los

participantes del mercado. Los inversores deberán ser tratados por los intermediarios de una manera justa y equitativa, conforme a estándares que deberán fijarse en las normas de conducta.

Debería existir un sistema amplio y completo de los programas de inspección, supervisión y cumplimiento. Los inversores financieros son especialmente vulnerables a la mala conducta de los intermediarios y de otros participantes en los mercados de valores. Sin embargo, su capacidad de emprender acciones puede ser limitada. Además, para que los inversores estén protegidos adecuadamente, la complejidad de las operaciones con valores y la sofisticación de las técnicas fraudulentas, requieren una enérgica aplicación de la regulación.

Los inversores deberán tener acceso a un mecanismo neutral (como los tribunales u otros mecanismos para resolver conflictos) o contar con medios de resarcimiento y compensación por conductas indebidas. La supervisión y la aplicación efectivas de la ley dependen de una estrecha cooperación entre los reguladores a escala nacional e internacional.

3.2 Garantizar que los mercados sean justos, eficientes y transparentes

La aprobación por el regulador de los operadores de las bolsas y los sistemas de negociación, así como de las normas de negociación ayuda a asegurar unos mercados justos.

La justicia de los mercados está estrechamente relacionada con la protección de los inversores y, en especial, con la prevención de prácticas de negociación indebidas. Las características de funcionamiento de los mercados no deben favorecer injustamente a unos usuarios frente a otros. La regulación deberá detectar, impedir y penalizar la manipulación del mercado y otras prácticas desleales de negociación.

La regulación deberá tender a asegurar que los inversores puedan acceder de manera justa tanto al mercado como a la información de dicho mercado o a información sobre los precios. La regulación también deberá promover unas prácticas en el mercado que aseguren el tratamiento justo de las órdenes y un proceso de fijación de precios que sea fiable.

En un mercado eficiente, la difusión y publicación de información relevante es puntual y generalizada, lo cual se refleja en el proceso de formación de los precios. La regulación deberá promover la eficiencia del mercado.

La transparencia puede definirse como el grado en que la información sobre la negociación (tanto la información previa como aquella generada posteriormente a la ejecución de las operaciones) se pone a disposición del público en tiempo real. La información previa a la negociación está relacionada con la presentación de órdenes en firme como medio para permitir que los inversores conozcan, con

algún grado de certeza, si es que pueden operar y a qué precios pueden hacerlo. La información posterior a la negociación está relacionada con los precios y el volumen que se han cruzado en todas las operaciones individuales realmente realizadas. En este sentido, la regulación deberá garantizar los máximos niveles de transparencia.

3.3 La reducción del riesgo en el sistema

Aunque no se puede esperar que los reguladores impidan la quiebra financiera de los intermediarios del mercado, la regulación deberá tener por objeto reducir dicho riesgo (incluso mediante requisitos de capital y de control interno). Cuando, a pesar de todo, se produzca una quiebra, la regulación deberá aliviar su efecto y, en particular, intentar aislar el riesgo de la institución en quiebra. Los intermediarios del mercado, por lo tanto, deberán estar sujetos a unos requisitos adecuados y constantes de recursos propios y otros requisitos prudenciales. Si es necesario, un intermediario deberá ser capaz de liquidar su negocio sin pérdidas para sus clientes y contrapartidas o sin daños para el sistema.

La asunción de riesgos es esencial para un mercado activo y la regulación no debe limitar innecesariamente la asunción legítima de riesgos. Antes bien, los reguladores deberán promover y permitir la gestión efectiva del riesgo y asegurar que los requisitos sobre capital y otros requisitos prudenciales son suficientes para controlarlo, para absorber las pérdidas que se puedan producir y para limitar la toma excesiva de riesgos. Es esencial un proceso eficiente y preciso de compensación y liquidación que esté debidamente supervisado y utilice herramientas efectivas de gestión de riesgos.

Deben existir disposiciones efectivas y legalmente seguras para tratar los casos de incumplimiento. Ésta es una cuestión que va más allá del marco regulador de los mercados de valores, pasando a formar parte de las estipulaciones sobre insolvencia de una jurisdicción.

La inestabilidad puede surgir a causa de acontecimientos producidos en otra jurisdicción o generarse entre varias jurisdicciones, de manera que las respuestas de los reguladores a las distorsiones del mercado deberán tratar de facilitar la estabilidad a escala nacional y mundial mediante la cooperación y el intercambio de información.

4. El entorno de la regulación ---

Implícita a lo largo de este documento estará la creencia de que la regulación debe facilitar la formación del capital y el crecimiento económico. En el contexto de la regulación, también deberá existir un reconocimiento de las ventajas de la competencia en el mercado.

La regulación es necesaria para asegurar el logro de los tres objetivos principales. No obstante, una regulación inapropiada puede imponer una carga injustificada al mercado e impedir su crecimiento y el desarrollo.

Es posible identificar características generales de una regulación efectiva que sean congruentes con un crecimiento económico sólido:

- No deberán existir barreras innecesarias de entrada y salida de los mercados y productos;
- Los mercados deberán estar abiertos a la gama más amplia posible de participantes que cumplan unos criterios específicos de entrada;
- En el desarrollo de la política, los organismos reguladores deberán tener en cuenta el efecto de los requisitos impuestos;
- Deberá existir una carga reguladora igual para todos aquellos que establecen un compromiso financiero concreto o una promesa.

En general, debe existir un marco legal, fiscal y contable apropiado y efectivo dentro del cual puedan operar los mercados de valores. La ley y la regulación de valores no pueden existir aisladamente de otras leyes y de los requisitos contables de una jurisdicción.

Parte II. El Regulador ---

La Parte II describe las características deseables de un regulador³ y el papel potencial de las organizaciones autorreguladoras, la aplicación de la ley por parte del regulador y la necesidad de una estrecha cooperación entre reguladores.

5. El Regulador ---

5.1 Principios relativos al Regulador (PRINCIPIOS 1- 5)

5.2 Responsabilidad clara.

La capacidad del regulador para actuar responsable, justa y efectivamente se verá apoyada por:

- Una definición clara de responsabilidades, preferiblemente fijadas por ley;

³ En este documento, el término "regulador" se usa en sentido global. No se refiere necesariamente a un regulador único. En muchas jurisdicciones, las características deseables para un regulador según se describen en este documento son de hecho una responsabilidad compartida por dos o más departamentos gubernamentales o cuasigubernamentales.

- Una cooperación sólida entre las autoridades responsables⁴, a través de los canales apropiados;
- Una protección legal adecuada para los reguladores y su personal que actúen de buena fe en el desempeño de sus funciones y poderes.

La oferta de los productos y servicios financieros puede ser tal que un solo producto o servicio presente características asociadas tradicionalmente al menos a dos de los siguientes sectores: valores, banca y seguros. La legislación deberá estar diseñada para asegurar que en cualquier división de responsabilidad se eviten lagunas o injusticias. Cuando exista una división de responsabilidades en materia de regulación, el mismo tipo esencial de conducta no deberá estar sujeto a requisitos incongruentes.

5.3 Independencia y responsabilidad

El regulador deberá ser operativamente independiente de interferencias políticas o comerciales en el ejercicio de sus funciones y poderes, y responsable en el uso de sus poderes y recursos. Por otro lado, la independencia se verá realizada por una fuente estable de financiación para el regulador.

En algunas jurisdicciones, hay materias especiales de política de regulación que requieren la consulta con, o incluso la aprobación, de un gobierno, ministro u otra autoridad. La circunstancia en las que dicha consulta o aprobación es necesaria o está permitida deberán estar claras y el proceso ser lo suficientemente transparente o sujeto a revisión para salvaguardar su integridad. En general, no es conveniente que estas circunstancias incluyan la toma de decisiones en cuestiones técnicas del día a día.

La responsabilidad implica:

- Que un regulador opere con independencia de intereses sectoriales;
- Un sistema de responsabilidad pública del regulador;
- Un sistema que permita la revisión judicial de las decisiones del regulador y la presentación de recursos contra las mismas.

Cuando la responsabilidad se canalice a través del gobierno o de algún organismo externo, debe respetarse la naturaleza confidencial y comercialmente sensible de gran parte de la información que obra en poder del regulador. Deben existir mecanismos que impidan que dicha información sea utilizada o divulgada inapropiadamente.

4 En este sentido, el término "autoridades responsables" abarca a las que son responsables de aspectos de la regulación de valores y otros organismos gubernamentales de aplicación de la ley y reguladores.

5.4 Poderes suficientes y recursos adecuados.

El regulador deberá tener poderes suficientes, recursos adecuados y la capacidad de desempeñar sus funciones y ejercer dichos poderes, que incluyen otorgar autorizaciones o licencias, la supervisión, inspección, investigación y aplicación de la ley.

Exige necesariamente una financiación adecuada para el regulador a fin de permitir que éste realice sus tareas. El nivel de recursos deberá reconocer la dificultad de conservar personal experimentado que tenga capacidades que sean valiosas para el sector privado. El regulador debe asegurar que su personal recibe constantemente la formación que necesite.

5.5 Proceso regulador claro y consistente.

Al ejercer sus poderes y desempeñar sus funciones, el regulador deberá adoptar procedimientos que apliquen consistentemente, que sean comprensibles, transparentes para el público, así como, justos y equitativos.

En la formulación de su política el regulador deberá contar con un proceso de consulta con el público incluyendo aquéllos que puedan verse afectados por dicha política, difundir públicamente las referidas a áreas operativas importantes,⁵ observar estándares de ecuanimidad procedural y tener en cuenta el coste que implica el cumplimiento de la regulación.

Muchos reguladores tienen autoridad para publicar informes sobre el resultado de sus investigaciones o indagaciones, especialmente cuando su publicación proporcionaría directrices útiles a los participantes del mercado y sus asesores. La publicación de un informe debe ser consistente con los derechos de una persona a ser escuchada con imparcialidad y con la protección de sus datos personales, factores que a menudo impedirán la publicidad cuando una materia sea todavía objeto de investigación.

Los reguladores también deberán desempeñar un papel activo en la educación de los inversores y de otros participantes en los mercados de capitales.

5.6 La conducta del personal.

El personal de los reguladores deberá observar las normas profesionales más elevadas y recibir directrices claras sobre conducta en materias de:

⁵ En algunas áreas operativas, y en algunos casos, especialmente en las áreas de supervisión y aplicación de la ley, la consulta y la difusión de información pueden ser innecesarias o inapropiadas, dado que pueden comprometer la implementación efectiva de una política.

- Prevención de conflictos de intereses (incluyendo las condiciones que el personal debe cumplir para poder operar con valores);
- Uso apropiado de información obtenida durante el ejercicio de los poderes y el desempeño de sus obligaciones;
- Debida observancia de estipulaciones de confidencialidad y secreto y la protección de datos personales;
- Observancia de justicia en los procedimientos.

6. Autorregulación ---

6.1 Principios relativos a la autorregulación (PRINCIPIOS 6-7)

6.2 El papel de las Entidades Autorreguladas.

Las Entidades Autorreguladores (EAR) pueden ser un complemento valioso del regulador para lograr los objetivos de la regulación de valores.

Existen diversos modelos de autorregulación y la medida en que se hace uso de la autorregulación varía. Las características comunes de las EAR, en la mayoría de las jurisdicciones, son su separación del regulador público (aunque por lo general existe la supervisión y la autorización gubernamental), y la participación de empresas, sectores y, en su caso, inversores en la organización de las EAR.

La autorregulación puede ofrecer ventajas sustanciales: (a) Las EAR pueden requerir la observancia de normas éticas que vayan más allá de la regulación gubernamental y, (b) Las EAR pueden ofrecer un conocimiento y experiencia considerables respecto a la operativa y las prácticas del mercado, y pueden ser capaces de responder a las condiciones cambiantes del mercado con más rapidez y flexibilidad que la autoridad pública.

Las EAR deberán asumir las responsabilidades en materia de regulación en las que se puedan desenvolver con más eficacia. Las actuaciones de las EAR estarán limitadas a menudo por los contratos y las normas aplicables.

6.3 Autorización y supervisión

El regulador deberá exigir que una EAR cumpla unas normas apropiadas antes de permitir a la organización que ejerza su autoridad. La supervisión de las EAR deberá ser constante.

Además, una vez que una EAR esté operando, el regulador deberá asegurarse de que el ejercicio de este poder va en interés del público, y da lugar a una aplicación justa y consistente de las leyes de valores, la regulación y las normas apropiadas de las EAR.

La efectividad de una EAR se puede ver comprometida por la existencia de conflictos de intereses. El regulador deberá hacer un seguimiento y prestar atención a la aparición potencial de conflictos de intereses. El regulador debe cerciorarse de que no surge ningún conflicto de interés por causa del acceso de las EAR a información valiosa sobre los participantes del mercado (sean o no miembros del propio EAR). El riesgo de que surjan conflictos puede incrementarse si la EAR es responsable tanto de la supervisión de sus miembros como de la regulación de un sector del mercado.

Como condición para la autorización, la legislación o el regulador deberán exigir que las EAR:

- Tengan capacidad para cumplir con la finalidad de las leyes aplicables, las regulaciones y las normas de los propios EAR, y obligar al cumplimiento de dichas leyes, regulaciones y normas por parte de sus miembros y las personas vinculadas;
- Traten a todos los miembros del EAR y a los candidatos a miembros de una forma justa y congruente;
- Desarrollen normas que estén diseñadas para fijar normas de conducta para sus miembros y para promover la protección del inversores;
- Presenten sus normas al regulador para su revisión y/o aprobación según éste lo considere apropiado, y garanticen que las normas del EAR son congruentes con las directivas de política pública establecidas por el regulador;
- Cooperen con el regulador y otros EAR para investigar y aplicar las leyes y las regulaciones;
- Aplicuen sus propias normas e impongan las sanciones correspondientes en caso de incumplimiento;
- Garanticen una representación justa de los miembros en la selección de sus consejeros y la administración de sus asuntos;
- Eviten normas que puedan dar lugar a situaciones no competitivas; y
- Eviten hacer uso del papel de supervisión para permitir que cualquier participante del mercado adquiera una ventaja desleal.

Con independencia del alcance con el que se use la autorregulación, el regulador público deberá conservar la autoridad para investigar materias que afecten a los inversores o al mercado. Si los poderes de un EAR son insuficientes para investigar u ocuparse de un caso concreto de mala conducta o si lo exige la existencia de un conflicto de interés, el regulador deberá asumir la responsabilidad del EAR en la investigación. Por lo tanto, es importante cerciorarse de que la información proporcionada por un EAR al regulador permite que estas materias sean detectadas a tiempo. Las EAR seguirán unas normas profesionales de conducta en materias tales como la confidencialidad y la justicia en los procedimientos; similares a las que se esperarían del regulador.⁶

⁶ Las EAR por lo general son organismos no gubernamentales, de manera que no siempre estarán sujetas a las mismas normas que se aplican a

7. Aplicación de la regulación del mercado de valores ---

7.1 Principios relativos a la aplicación de la regulación del mercado de valores (PRINCIPIOS 8-10)

7.2 Programas de inspección y cumplimiento

El seguimiento de la conducta de los intermediarios del mercado mediante inspección y supervisión ayuda a garantizar el mantenimiento de normas de elevada calidad y la protección de los inversores. Estos procedimientos de prevención son un complemento necesario de los procedimientos de investigación y aplicación de la ley.

El regulador tendrá poder para requerir la remisión de información⁷ o llevar a cabo inspecciones de operaciones empresariales cuando opine que es necesario para asegurar el cumplimiento de las normas pertinentes. La sospecha de una violación de la ley no debería ser un requisito previo necesario para el uso de los poderes de inspección respecto a personas autorizadas o con licencia.

Las inspecciones pueden ser llevadas a cabo por el propio regulador o por otra autoridad competente. Por otra parte, el regulador podría estudiar la delegación de dicha autoridad en las EAR o delegar en terceros, debidamente supervisados, para que realicen parte del trabajo de inspección en su nombre. Estos terceros también estarán sujetos a requisitos de confidencialidad. Dichas inspecciones deben realizarse con los medios y las técnicas apropiadas, que pueden variar entre jurisdicciones.

En algunas áreas, por ejemplo en el análisis de la negociación en una bolsa, el uso de tecnología será necesario para una supervisión efectiva. En otras áreas, incluyendo la inspección de la conducta de los intermediarios, es preciso llegar a un equilibrio entre la realización de inspecciones in situ o entrevistas, y los requerimientos ocasionales de información que puedan ser revisadas fuera de las oficinas de los intermediarios.

Las inspecciones in situ pueden ser rotativas o surgir a causa de una evaluación de riesgos o de un requerimiento oficial. Al tomar decisiones sobre el uso eficiente de los recursos, el regulador debe tener en cuenta tanto la necesidad de una cobertura amplia del mercado como el grado de importancia de una inspección adecuada de las áreas de elevado riesgo para los inversores o que supongan una amenaza para la estabilidad del sistema.

un organismo público.

7 En este sentido, la información que se debe proporcionar puede incluir registros acerca del curso ordinario del negocio o información elaborada como resultado de una investigación concreta o como una parte de la información a entregar periódicamente al regulador.

7.3 Poderes amplios de aplicación de la ley

El carácter complejo de las operaciones de valores y la particular naturaleza de los sistemas de fraude requieren una aplicación enérgica y rigurosa de la regulación correspondiente. Los inversores de los mercados de valores son especialmente vulnerables a la mala conducta de los intermediarios y otros.

Por lo tanto, el regulador u otra autoridad pública competente, deberán estar dotados de unos amplios poderes de investigación y de aplicación de las normas, entre ellos:

- Poderes reguladores y de investigación para obtener datos, información, documentos, extractos y registros de personas implicadas en la conducta objeto de investigación o que tengan información pertinente para la misma;
- Poder para obtener mandatos judiciales y/o tomar otras medidas para asegurar el cumplimiento de estos poderes reguladores, administrativos y de investigación;
- Poder para imponer sanciones administrativas y/u obtener sentencias de los tribunales de justicia;
- Poder para iniciar o trasladar asuntos para su persecución penal;
- Poder para ordenar la suspensión de la negociación de valores o adoptar otras actuaciones apropiadas;⁸
- Cuando se puedan emprender acciones ejecutivas, poder para formalizar acuerdos ejecutables y para aceptar compromisos vinculantes.

En sentido general, estos poderes ejecutivos no deberán comprometer el derecho de actuación privada. Las personas físicas deberán poder procurarse sus propios medios de subsanación (incluyendo, por ejemplo, la compensación o el cumplimiento específico de una obligación).

No es necesario que toda la responsabilidad de la aplicación de las leyes de valores recaiga sobre un único organismo. Existen modelos eficaces en los que la responsabilidad está compartida entre varias instituciones públicas o semipúblicas o con un EAR.

El compartir la responsabilidad y la necesidad de una cooperación estrecha pueden ser elementos especialmente importantes para evitar que operen en el mercado las personas que no cuenten con la debida autorización. Estas personas deben ser perseguidas.

⁸ Entre otras actuaciones pueden incluirse la imposición de restricciones a la negociación a participantes individuales del mercado. Por ejemplo, límites a posiciones, requisitos de información, "liquidation only trading" o requisitos especiales de márgenes.

7.4 Aplicación internacional de la ley

La naturaleza internacional de los mercados de valores y el hecho de que, con frecuencia, una conducta afecte a varias jurisdicciones, implica una serie de cuestiones concretas.

La legislación y los poderes de los reguladores deberán ser suficientes para evitar conductas indebidas también en operaciones transfronterizas. Por lo tanto, el regulador debe asegurar que él u otra autoridad de su jurisdicción dispongan de las competencias para conseguir toda la información, declaraciones y documentos necesarios para investigar y perseguir conductas que violen las leyes. Adicionalmente, el regulador deberá asegurarse de que dicha información puede ser compartida directamente con otros reguladores o indirectamente a través de las autoridades de sus jurisdicciones, para su uso en investigaciones y persecuciones de violaciones en materia de valores.

7.5 Blanqueo de capitales

La expresión "blanqueo de capitales" o "blanqueo de dinero" cubre una amplia gama de actividades y procesos cuyo objetivo es ocultar el origen ilegítimo del dinero obtenido y crear la apariencia de que se ha originado de una fuente legítima.

Los reguladores de valores deberán analizar si sus legislaciones son suficientes para evitar el blanqueo de dinero y tendrán que exigir políticas y procedimientos que deben ser seguidos por los intermediarios para minimizar el riesgo que éstos tienen de ser utilizados como vehículos para el blanqueo.

8. Cooperación en la regulación

8.1 Principios relativos a la cooperación en la regulación (PRINCIPIOS 11-13)

8.2 La necesidad de cooperación nacional

Puede existir una necesidad grande de compartir información a nivel doméstico, donde existan divisiones regulatorias basadas en lo institucional o cuando existan traslapes entre la ley de valores y la ley general correspondiente de la misma jurisdicción. Así, por ejemplo, los casos de fraude o blanqueo de dinero realizados a través de operaciones con valores pueden requerir una estrecha cooperación entre dos o más reguladores nacionales, incluyendo las autoridades responsables de la aplicación de las leyes, reguladoras y judiciales.

La necesidad de cooperación en el ámbito nacional puede ampliarse más allá de materias de aplicación de la ley e incluir, por ejemplo, el intercambio de información necesaria para la concesión de una nueva autorización y el desarrollo de determinadas actividades

cuando la responsabilidad sobre los sectores de seguros, bancario y otros sectores financieros esté dividida entre varios supervisores, así como para minimizar el riesgo en el sistema.

8.3 La necesidad de cooperación internacional

La cooperación internacional entre reguladores es necesaria para la regulación efectiva de los mercados nacionales. La incapacidad para prestar asistencia por parte de los reguladores puede comprometer seriamente los esfuerzos encaminados a una regulación de valores efectiva. Las leyes nacionales tienen que eliminar los impedimentos para la cooperación internacional.

La creciente internacionalización de las actividades financieras y la globalización de los mercados implican que la información pertinente para las autorizaciones de nuevas entidades está, a menudo, fuera del alcance jurisdiccional inmediato del regulador competente. Por ejemplo, se puede recibir una solicitud de licencia de una persona que se sabe está registrada en otra jurisdicción, o se puede solicitar la inscripción de los mismos documentos en varias jurisdicciones.

De manera similar, las amenazas a la estabilidad del sistema no se circunscriben a una jurisdicción y la conducta de ciertas instituciones financieras puede afectar a otras jurisdicciones. Los reguladores deben estudiar si tienen acuerdos o procedimientos adecuados para compartir información con reguladores de otras jurisdicciones, que les permitan identificar y controlar posibles situaciones de riesgo.

Además, un número creciente de empresas tiene valores admitidos a cotización en más de una jurisdicción y es normal que una parte significativa de la actividad comercial de un emisor se lleve a cabo en un país distinto de aquél donde cotizan sus acciones. Los inversores suelen invertir en mercados y valores extranjeros, ya sea directamente o a través de fondos de inversión. Cada vez se comercializan más instituciones de inversión colectiva en jurisdicciones diferentes a aquellas en las que son gestionadas. Es habitual que no sólo pertenezcan a distintas jurisdicciones los promotores, gestores y depositarios de estas instituciones sino también los inversores entre los que éstas se comercializan.

Se pueden negociar productos financieros similares en diversos mercados de varios países; es más, hay muchos productos derivados cuyo producto subyacente o precio de referencia se negocia, produce u obtiene en los mercados extranjeros.

El fraude, la manipulación de precios, uso indebido de información privilegiada y otras conductas ilegales entre fronteras jurisdiccionales pueden producirse, y de hecho se producen, con una frecuencia cada vez mayor en un mercado globalizado, favorecidos por modernos sistemas de telecomunicaciones.

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

En circunstancias como las antes descritas, una supervisión eficaz se puede ver comprometida cuando la información necesaria se encuentra en otra jurisdicción y no está disponible o no es accesible.

Por lo tanto, deberán implantarse mecanismos de cooperación a escala internacional para facilitar la detección y la prevención de mala conducta transfronteriza y para prestar asistencia en el cumplimiento de las responsabilidades de autorización y supervisión. Como mecanismos de cooperación internacional se encuentran los acuerdos bilaterales (Memorándum de entendimiento entre entidades reguladoras del mercado de Valores, MOU).

8.4 El ámbito de la cooperación

La forma y el contenido de la cooperación variarán en cada caso⁹. Es importante que se pueda prestar asistencia no sólo respecto a las investigaciones, sino también para otros tipos de análisis, como parte de un programa de cumplimiento a efecto de impedir actividades ilícitas. También puede plantearse la necesidad de intercambiar información general sobre cuestiones relativas a la supervisión, incluyendo información financiera y de otro tipo, conocimientos técnicos, técnicas de supervisión y aplicación de la ley, y educación de los inversores.

Los acuerdos bilaterales u otros acuerdos documentados añaden seguridad al proceso de intercambio de información. No obstante, la mera formalidad de un acuerdo no es un sustituto de un pacto claro de cooperación.

Estos acuerdos, sean formales o informales, deberán tener varias características básicas:

9 Esto último puede requerir, por ejemplo, entre otras cosas: compartir rutinariamente información sobre actividades cuestionables y fraudes demostrados; información sobre cualquier inquietud acerca de quien presente una solicitud de licencia, cotización o inscripción; información sobre las circunstancias actuales de un tenedor de licencia o un emisor; información que se pueda necesitar para minimizar los efectos adversos de las distorsiones del mercado, incluyendo planes de contingencia, personas de contacto y medidas estructurales para ocuparse de la distorsión del mercado; e información sobre condiciones del mercado, tales como actuaciones asumidas por las autoridades del mercado, precios, actividades de negociación, y datos del mercado.

- Identificación de las circunstancias en las que se puede solicitar asistencia;
- Identificación de los tipos de información y asistencia que se puede proporcionar;
- Salvaguardas para la confidencialidad de la información intercambiada;
- Una descripción de los usos permitidos de la información.

El diseño de estos mecanismos para compartir la información debería tener en cuenta los siguientes factores:

- Qué autoridad del mercado o qué regulador tiene acceso y puede proporcionar información y asistencia;
- Cómo se puede lograr dicho acceso según la ley aplicable;
- Las restricciones de confidencialidad y uso según la ley aplicable;
- La forma y el momento de la asistencia o del intercambio de información;
- La aplicabilidad de otros acuerdos, incluyendo acuerdos bilaterales, entre dichas autoridades para compartir información de investigación y financiera.

Los procedimientos que se establezcan también pueden estipular la limitación de responsabilidad y los derechos de terceros, consultas rutinarias entre autoridades, y las excepciones que por interés general afecten a los suministros de información.

Cuando se preste asistencia a otra autoridad a través del suministro de información confidencial, recopilada por el regulador en el ejercicio de sus funciones o facultades, debe tenerse un cuidado especial para asegurar que la información que se proporciona esté sujeta a condiciones que, en una medida razonable y consistente con el propósito de la entrega, protejan la confidencialidad de dicha información.

Es importante la eliminación de cualquier exigencia de "doble ilegalidad" para compartir información y para la cooperación en la supervisión transfronteriza. Como cuestión transitoria, mientras que una jurisdicción progrese para eliminar las exigencias de "doble ilegalidad", es importante que se interpreten flexiblemente cualesquiera condiciones impuestas, y de una manera que minimice su efecto en la cooperación internacional.

La asistencia para emprender otro tipo de actuaciones también puede ser necesaria. Cuando esté dentro de sus poderes, los reguladores pueden aplicar las leyes de valores de forma más eficiente si pueden impedir el gasto o el ocultamiento de los resultados del fraude u otras conductas indebidas, facilitando así la devolución del dinero a los inversores perjudicados.

La forma de la asistencia puede incluir:

- Asistencia para obtener información pública o no pública, por ejemplo, sobre una persona autorizada o tenedora de una licencia, una sociedad cotizada, un accionista, un propietario beneficiario o una persona que ejerza control sobre una persona autorizada o una sociedad;
- Asistencia para obtener información bancaria, de intermediarios u otros;
- Asistencia para obtener cooperación voluntaria de aquellos que pueden tener información sobre el objeto de una investigación;
- Asistencia para obtener información de forma obligada, ya sea la obtención de documentos y testimonios o declaraciones verbales, o ambas cosas;
- Asistencia proporcionando información sobre los procesos reguladores en una jurisdicción, u obteniendo órdenes de los tribunales, por ejemplo, requerimientos judiciales urgentes.

8.5 Cooperación para la supervisión de conglomerados financieros

La creciente aparición de conglomerados financieros que combinan las actividades de entidades en diferentes sectores financieros y, en algunas jurisdicciones, de empresas financieras y no financieras, ha realizado la necesidad de que los esfuerzos de cooperación mejoren la eficiencia de los métodos y los planteamientos de los supervisores. Sin una cooperación adecuada entre los reguladores, puede ser difícil estar al tanto de todas las actividades de un grupo. Dicha cooperación es especialmente importante si, como suele suceder, el grupo es activo en varias jurisdicciones.

Los procedimientos concretos usados para la supervisión de los conglomerados financieros deben reflejar la ley nacional de los lugares en los que operan y deben tener en cuenta la posibilidad de que la responsabilidad reguladora pertinente siga siendo compartida entre organismos. No obstante, es posible identificar algunas cuestiones generales que requieren una estrecha cooperación entre los supervisores:

- Estructura de los conglomerados financieros
- Requisitos de capital en los conglomerados
- Inversiones en empresas dentro del mismo grupo
- Exposiciones intragrupo y exposiciones a escala de grupo
- Relaciones con los accionistas
- Responsabilidad de la gestión y el control de las entidades reguladas

También conviene considerar la capacidad del regulador para intercambiar información con otros reguladores, por ejemplo en los

sectores bancario y de seguros, tanto a escala nacional como a escala internacional. De nuevo, dichos intercambios de información deben ser consistentes con el mantenimiento debido de la confidencialidad y la protección de datos personales.

Parte III. Emisores, intermediarios y mercados secundarios ---

Esta sección se ocupa de la implantación de los objetivos de la regulación en la regulación diaria del mercado, prestando especial atención a la difusión y publicidad de la información de los emisores, a la conducta de los intermediarios del mercado, a la negociación en los mercados secundarios y a la compensación y liquidación de las operaciones.

9. Emisores¹⁰ ---

9.1 Principios relativos a los emisores (PRINCIPIOS 14-16)

9.2 El ámbito de esta sección y la necesidad de regular a los emisores

Esta sección se ocupa principalmente de las ofertas públicas y la negociación de valores. Por lo tanto, examina el contenido de la publicidad, y la información sobre emisores, ofertas, admisión a cotización, informes periódicos y comunicaciones de hechos relevantes, absorpciones o cambio en el control o cambio de intereses relacionados con la tenencia de un valor negociado públicamente.¹¹

El término emisor deberá interpretarse de una forma amplia, incluyendo a todos aquellos que capten fondos en el mercado, pero de forma diferente a los que ofrecen participaciones en instituciones de inversión colectiva y que se tratan en la sección siguiente de este documento.¹² Los requisitos de difusión y publicidad del tipo descrito en la sección 9.4 pueden ir más allá del emisor e incluir a otras personas, como los consejeros y altos directivos de la sociedad, los aseguradores que tomen parte, y los principales accionistas.

La regulación aplicable a los emisores deberá garantizar tanto la protección del inversor como mercados justos, ordenados y eficientes.

10 La obligación de hacer una divulgación apropiada de la información no se limita a los emisores. En el texto resultará evidente cuándo hay otros sometidos a una obligación semejante.

11 La mayoría de las jurisdicciones regulan por separado las ofertas públicas, asegurando con ello la protección general del público al mismo tiempo que reducen la carga reguladora en el caso de empresas no públicas. La definición de lo que representa una oferta para el público varía como lo hace el umbral de lo que constituye negociación pública.

12 Los mercados de productos derivados están en una categoría separada. Los operadores y los intermediarios del mercado deben asegurar, entre otras cosas, la debida divulgación de los términos de los contratos negociados, la mecánica de negociación y los riesgos genéricos relacionados con el endeudamiento o el apalancamiento.

De especial importancia en este contexto son: la constitución de la sociedad; los deberes de los consejeros y directivos; la regulación de las ofertas de adquisición y otras operaciones que tengan por objeto un cambio de control; las leyes que rigen la emisión de valores; la divulgación de información a los accionistas que permita la toma de decisiones fundamentadas en las votaciones; la notificación de participaciones accionarias significativas; y la ley de insolvencias.

9.3 Divulgación y publicidad oportuna de la información

A los inversores se les deberá proporcionar de forma rutinaria y continuada la información necesaria para la toma de decisiones de inversión. El principio de divulgación de la información material completa, oportuna, exacta, actualizada y confiable es importante para la toma de decisiones de inversión, y está directamente relacionado con los objetivos de protección del inversor y el establecimiento de mercados justos, eficientes y transparentes.

9.4 Cuándo es necesaria la divulgación

Las normas de divulgación y publicidad de la información deberán cubrir, al menos:

- Las condiciones aplicables a una oferta pública de valores;
- El contenido y la distribución de folletos y otros documentos de oferta (y, cuando sea pertinente, documentos resumidos o de introducción);
- Otros documentos suplementarios preparados para la oferta;
- Publicidad en relación con la oferta de valores;
- Información sobre aquellos que tienen un interés significativo en una sociedad cotizada;
- Información sobre aquellos que buscan el control de una sociedad (comentado más detalladamente a continuación);
- Información significativa para la fijación del precio o el valor de un título cotizado;
- Informes periódicos;
- Decisiones de los accionistas.

La divulgación de información deberá ser clara, razonablemente específica y puntual. Los requisitos específicos de divulgación se añadirán al requisito general, el cual puede establecer que la divulgación es requerida para toda la información relevante, en la toma de una decisión de inversión particular. Otro punto de vista acerca del requisito general establece que se requiere la divulgación de toda la información necesaria para evitar que divulgaciones parciales sean engañosas.¹³

13 Debería también hacerse referencia a la denominada regulación "basada en méritos" en la que el regulador asume alguna responsabilidad sobre la evaluación de la calidad de una oferta propuesta. Este planteamiento se asocia en general con los mercados emergentes y puede ser de

La regulación deberá garantizar la suficiencia y la exactitud de la información. Por lo general esto puede involucrar sanciones o la responsabilidad de la sociedad emisora y de las personas responsables que no cumplan con la debida diligencia sus deberes de recopilación y provisión de información. La regulación deberá asegurar que se asume la responsabilidad adecuada respecto al contenido de la información y, dependiendo de las circunstancias, entre los susceptibles de asumir la responsabilidad pueden encontrarse la sociedad emisora, los aseguradores, los promotores, los consejeros, los apoderados de la sociedad, y los expertos y asesores que autoricen ser nombrados en la documentación o que presten asesoramiento.

Los reguladores también tienen que considerar cuidadosamente las circunstancias en las que puede ser necesario para el debido funcionamiento del mercado el permitir una divulgación que no sea total: por ejemplo, de secretos comerciales o procesos de negociación incompletos. En las circunstancias especiales en las que el mercado requiera alguna excepción al objetivo de divulgación plena y puntual de la información, los reguladores pueden verse obligados a llevar a cabo suspensiones temporales de negociación o imponer restricciones a la negociación de aquellos que estén en posesión de información más completa. En esas circunstancias, la negociación de un valor debería prohibirse a falta de una divulgación plena de información.

9.5 Información sobre el control de las sociedades

Para salvaguardar el trato justo y equitativo de los accionistas, la regulación deberá requerir que se informe sobre las acciones en poder de los directivos de la compañía y de aquellas personas que posean una participación significativa. Esto, por lo general, se considera información necesaria para la toma de decisiones de inversión en el mercado secundario que estén fundamentadas.

El grado en que se requiere la divulgación de este tipo de información varía entre jurisdicciones, pero por lo general se fija en un nivel muy inferior al que podría considerarse como una participación de control. Por lo tanto, pueden ser apropiados requisitos de divulgación más estrictos en aquellos casos en los que existan personas que tengan la intención de alcanzar una participación de control en una sociedad.

La naturaleza de la divulgación requerida también varía, pero por lo general se considera que la publicidad plena cumple mejor la lógica subyacente de la divulgación cuando se ha producido o se piensa en un cambio de control en una sociedad. La regulación deberá tener en cuenta las necesidades de información de los accionistas de la sociedad en cuestión.

La información necesaria para permitir que se tomen decisiones fundamentadas variará según la naturaleza de la operación, pero el objetivo general sigue siendo válido para las ofertas en efectivo, las ofertas mediante licitación y canje, las combinaciones

especial beneficio cuando un mercado carece de un grupo de analistas y asesores que pudieran analizar la información si ésta estuviera públicamente disponible. Por lo tanto, en general se considera transitoria y no necesaria en un mercado plenamente desarrollado.

empresariales y las privatizaciones. En general, en las circunstancias descritas en la frase anterior, esto requerirá que los accionistas de una sociedad:

- Tengan tiempo razonable para considerar cualquier oferta a través de la cual una persona adquiriría una participación significativa en la sociedad;
- Se les suministre información suficiente para permitirles evaluar los beneficios de cualquier propuesta según la cual una persona adquiriría una participación significativa en la sociedad;
- En la medida de lo posible, tengan oportunidades razonables y equitativas para tomar parte en cualesquiera beneficios que les correspondan a tenor de cualquier propuesta, según la cual una persona adquiriría una participación significativa en la sociedad;
- Reciban un trato justo y equitativo (en especial los accionistas minoritarios) en relación con la propuesta;
- No queden en situación de desventaja desleal debido al trato y a la conducta de los consejeros de cualquiera de las partes de la operación o a la actuación de mala fe de los consejeros cuando respondan o hagan recomendaciones respecto a la propuesta.

9.6 Principios de contabilidad y auditoría

La fiabilidad de la información financiera y la posibilidad de contrastarla es crucial para la toma de decisiones fundamentadas. El objetivo de los estados financieros generales es proporcionar información sobre la situación financiera, los resultados de operación, el flujo de efectivo y los cambios en el accionariado de una empresa, que sea útil para la toma de decisiones de una amplia gama de usuarios. Los estados financieros deberán caracterizarse por ser comprensibles, consistentes, pertinentes, fiables y comparables. Asimismo, estos estados deberían mostrar el resultado de la gestión de las compañías y la responsabilidad de sus gestores en relación a los recursos que se les confian. La aplicación de principios de contabilidad y auditoría de alta calidad proporcionan un marco para otras obligaciones relacionadas con la difusión de información.

Los principios de contabilidad y de auditoría son salvaguardas necesarias para que la información financiera sea fiable.

Los principios contables deberían asegurar que está disponible la información fundamental. Deberían existir principios de amplio alcance y bien definidos que sean de una calidad elevada y aceptable a escala internacional, que proporcionen información exacta y pertinente sobre el comportamiento financiero.

Se debería pretender que la regulación asegure:

- La puntualidad y la pertinencia de la información proporcionada a los accionistas y a los inversores potenciales.
- Un mecanismo apropiado para fijar normas de calidad y garantizar que, si surgiera algún conflicto o incertidumbre, las normas pueden ser objeto de una interpretación autoritaria y puntual que se aplique consistentemente.
- Una verificación independiente de los estados financieros y el cumplimiento de los principios contables mediante una auditoría profesional externa.
- Que toda auditoría se realice conforme a normas bien definidas y aceptables a escala internacional.
- Normas diseñadas para garantizar la independencia del auditor.
- Que cuando esté disponible un conjunto de normas internacionales aceptables para el regulador, su uso se permita para una captación transfronteriza de capitales que sea más eficiente a través del suministro de información que sea comparable internacionalmente.
- Un mecanismo para exigir el cumplimiento de las normas de contabilidad y auditoría.

10. Instituciones de inversión colectiva

10.1 Principios relativos a las instituciones de inversión colectiva (PRINCIPIOS 17-20)

10.2 Ámbito de esta sección

El término instituciones de inversión colectiva incluye los fondos de inversión con capital variable autorizados, en los que se pueden rescatar las participaciones, ya sea de forma continua o periódicamente. También incluye las instituciones de capital fijo cuyas acciones o participaciones se negocian en el mercado de valores. Además incluye los fondos de inversión, los modelos contractuales y OICVM europeo (*organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios*).¹⁴

La forma legal adoptada por las instituciones de inversión colectiva varía entre jurisdicciones pero, en todas ellas, se están convirtiendo en un medio cada vez más importante para que los inversores logren una diversificación de riesgos en sus inversiones.

La regulación apropiada de las instituciones de inversión colectiva es esencial para el objetivo de protección del inversor y debería garantizar que los inversores tienen acceso a un mercado justo. Los inversores de las instituciones de inversión colectiva dependen de las entidades gestoras de las instituciones para gestionar sus fondos y actuar en su mejor interés.

14 En algunas jurisdicciones, los fondos con capital fijo no están sujetos a requisitos especiales de autorización o supervisión y, en cambio, están regulados conforme a los términos de las normas pertinentes de cotización en la bolsa.

10.3 Aptitud para actuar como gestor

Deberían existir criterios claros sobre la aptitud para gestionar una institución de inversión colectiva. La protección del inversor es el objetivo clave, en la medida en que un régimen regulador impone requisitos específicos, entre los factores que se pueden considerar están: (a) la honestidad y la integridad del gestor; (b) la competencia para desempeñar las funciones y los deberes de un gestor; (c) la capacidad financiera; (d) los poderes y deberes específicos del gestor; (e) los procedimientos de gestión interna.

10.4 Supervisión de conducta, conflictos de intereses y delegación

El sistema regulador deberá exigir la supervisión de una institución concreta durante toda su vida. La supervisión de un gestor deberá promover elevados niveles de competencia, integridad y transacciones justas. Deberían existir poderes claros respecto a: (a) inscripción y autorización de una institución; (b) inspecciones para asegurar el cumplimiento por parte de las gestoras de instituciones de inversión colectiva; (c) investigaciones de presuntas violaciones; (d) actuación de subsanación en el supuesto de violación o incumplimiento.

Estos poderes deberían ser suficientes para permitir actuaciones respecto a todas las entidades supervisadas que tengan responsabilidades en la institución gestionada. Para asistir en la supervisión y promover el cumplimiento de las normas, también deberían existir responsabilidades claras sobre el mantenimiento de registros de las operaciones de la institución.

La gestión de una institución de inversión colectiva plantea potenciales conflictos entre los intereses de los inversores en la institución y los de los gestores o sus asociados. La regulación deberá garantizar que se minimiza la posibilidad de que surjan conflictos y asegurar que se haga público cualquier potencial conflicto que surja. Los gestores no deberán beneficiarse perjudicando a los inversores de una institución. En general, esto requerirá regulación que cubra materias tales como el principio de prioridad de intereses para el cliente, la negociación apropiada, la asignación puntual de las operaciones, las comisiones, las operaciones con terceros vinculados y los acuerdos de aseguramiento.

Es habitual que haya aspectos de la gestión de las instituciones de inversión colectiva que son realizados por personas delegadas. La eficacia de la regulación básica de una institución colectiva no deberá verse perjudicada en caso de delegación. El delegado deberá cumplir todos los requisitos que la regulación exige a la persona o entidad principal.

10.5 Forma legal y estructura

El sistema regulador deberá ocuparse de la forma legal y la estructura de las instituciones de inversión colectiva, para permitir a los inversores evaluar sus intereses y derechos y asegurar que el conjunto de los fondos de los inversores se diferencie y esté segregado de los activos de otras entidades.

Asimismo, el riesgo de incumplimiento de una institución de inversión colectiva está relacionado con su naturaleza jurídica y estructura y, por ello, estos aspectos deben darse a conocer a los inversores.

El sistema regulador debe asegurar que estos riesgos para los inversores se cubren, ya sea mediante ley, normas de conducta o condiciones obligatorias en los documentos constitutivos de la institución.

10.6 Difusión de información a los inversores

Deberá existir el requisito de que los aspectos más importantes para la valoración de una institución sean objeto de publicación entre los participantes y los inversores potenciales. La publicidad sobre una institución de inversión colectiva debería ayudar a los inversores a entender la naturaleza del vehículo de inversión y la relación entre riesgo y rentabilidad, de manera que los inversores que evalúen el comportamiento de la institución no se centren exclusivamente en la rentabilidad, sino también en el riesgo asumido para conseguir esa rentabilidad. Sin embargo, los inversores deberían ser libres de elegir el riesgo de mercado al que se exponen, por lo que deberá también existir una publicidad clara de las políticas de inversión.

El objetivo de la publicidad debería ser: (a) proporcionar a los inversores información suficiente para evaluar si la institución es un vehículo apropiado de inversión para ellos, y en qué medida; y, (b) proporcionar información oportunamente, en un formato fácilmente comprensible, teniendo en cuenta el tipo de inversores.

Un aspecto especial de la difusión de información que requiere mucha atención es la publicación de todas las comisiones y otros gastos que se pueden cobrar a la institución.

La supervisión de una gestora de una institución de inversión colectiva debería asegurar que se ha seguido la política de inversión o la estrategia de negociación de la institución o cualquier política requerida por la regulación, y que se han cumplido todas y cualesquiera de las restricciones sobre el tipo o el nivel de las inversiones.

10.7 Protección de los activos de los clientes

Los reguladores deberán reconocer los beneficios que representan para la protección del inversor y la confianza en los mercados financieros unos mecanismos efectivos para proteger los activos de los clientes del riesgo de pérdida y de la insolvencia de las entidades de inversión. Los activos de clientes abarcan dinero, valores y posiciones, incluyendo, en el caso de los productos derivados, los importes devengados o los productos líquidos de los mismos, que son mantenidos o controlados por cuenta de los inversores en una institución de inversión colectiva.

Los reguladores deberían aplicar en el seno de sus jurisdicciones los mecanismos que mejor logren el objetivo global de la protección de activos de clientes, teniendo en cuenta sus leyes, normativas y prácticas sobre insolvencia y servicios de inversión, y las necesidades de la eficiencia del mercado y la protección del inversor.

Los reguladores deberían revisar la suficiencia de las disposiciones en el seno de su jurisdicción para asegurar que los valores en proceso de liquidación no se mezclan con aquellos que pertenecen a la entidad de inversión.

10.8 Valoración de activos y fijación de precios

La regulación debería tratar de asegurar que los activos totales de una institución de inversión colectiva están valorados adecuadamente, y que el valor liquidativo neto de la institución se calcula correctamente. La información sobre el valor de los activos y la fijación de precios debería permitir al inversor evaluar la rentabilidad de sus participaciones a lo largo del tiempo. Generalmente, los intereses del inversor están mejor protegidos si la información a la que éste tiene acceso está basada en una valoración a precios de mercado, siempre que se puedan determinar precios de mercado u otros precios justos fiables.¹⁵

10.9 Reembolso de participaciones en una institución de inversión colectiva

La ley o las normas que rigen las instituciones de inversión colectiva deberían permitir a los inversores rescatar las participaciones sobre una base que esté claramente expuesta en los documentos de constitución de la institución, y deberían asegurar que los derechos de suspensión protegen los intereses de los inversores. Los reguladores deberían ser informados siempre de cualquier suspensión de los derechos de reembolso.

10.10 Cooperación internacional en la regulación

Un número creciente de instituciones de inversión colectiva se están comercializando entre fronteras jurisdiccionales. También es habitual que los promotores, gestores y depositarios de estas instituciones estén situados en varias jurisdicciones diferentes, e incluso la jurisdicciones en las que se comercializan las instituciones pueden diferir entre sí. La aprobación de las instituciones debería tener en cuenta la posible necesidad de cooperación internacional.

11. Intermediarios del mercado

15 Requisito obligatorio en algunas jurisdicciones.

11.1 Principios relativos a los intermediarios del mercado (PRINCIPIOS 21-24)

11.2 Ámbito de esta sección

En esta sección, la expresión "intermediarios del mercado" incluye en general a aquellos que realizan las actividades de gestionar carteras individuales, ejecutar órdenes, operar con valores o distribuirlos y proporcionar información pertinente para la negociación de valores.

La regulación para los diversos tipos de intermediarios deberá atender a los criterios de acceso, los requisitos de capital y otros requisitos prudenciales, la supervisión rutinaria y las normas de conducta de los intermediarios autorizados, y las consecuencias del incumplimiento y la quiebra financiera.

La supervisión de los intermediarios del mercado deberá estar dirigida esencialmente a las áreas en las que pueden correr riesgo su patrimonio, los fondos de los clientes y la confianza del público. Éstas abarcan los siguientes riesgos:

- La incompetencia o una mala gestión de riesgos puede llevar a errores en la correcta ejecución de las operaciones y su liquidación o a la hora de prestar el asesoramiento adecuado;
- La violación del deber puede llevar a apropiación indebida de los fondos o activos de los clientes, el mal uso de las instrucciones del cliente a efectos de las operaciones del propio intermediario ("front running"), la manipulación y otras irregularidades en la negociación, o fraude por parte del intermediario o sus empleados;
- La insolvencia de un intermediario puede dar lugar a pérdida del dinero del cliente, de valores o de oportunidades de negociación, y puede reducir la confianza en el mercado, en el que participa el intermediario.

11.3 Autorizaciones y supervisión

La concesión de autorizaciones¹⁶ y la supervisión de los intermediarios del mercado deberán fijar normas mínimas para los participantes del mercado y aportar coherencia en el tratamiento de todos los intermediarios situados de forma similar. También deberá reducir el riesgo de pérdida para los inversores, derivada de conducta negligente o ilegal o de un capital insuficiente.

El proceso de concesión de autorizaciones debería requerir una evaluación completa del solicitante y de todos aquellos que están en una posición que les permite controlar o influir sustancialmente en el solicitante.

16 El uso de la autorización, el registro o la licencia depende de la normativa de cada jurisdicción.

La autoridad que concede la autorización deberá tener la facultad de retirar o suspender dicha autorización o sancionar a la persona autorizada, siempre que no se cumplan los criterios de acceso.

Los cambios en el control o los casos de influencia sustancial deberán ser comunicados a la autoridad competente a fin de asegurar que la evaluación inicial del intermediario sigue siendo válida. El regulador deberá tener poder para retirar una autorización o una licencia en los casos en que el cambio en el control da lugar al incumplimiento de los requisitos pertinentes.

Deberán tenerse en cuenta las siguientes cuestiones:

- La regulación deberá fijar claramente las condiciones de acceso. Dichas condiciones deberán aplicarse consistentemente y no tienen que estar determinadas por el regulador, sino que, por ejemplo, cuando la responsabilidad le incumbe a una organización autorregulada, el proceso deberá estar supeditado a la correspondiente supervisión por parte del regulador.
- La regulación deberá determinar si la participación de un intermediario en el mercado debe basarse en la demostración del conocimiento, los recursos y las habilidades apropiadas, así como de su ética profesional (incluyendo el estudio de su conducta en el pasado).¹⁷
- El regulador deberá tener la facultad de rechazar la concesión de la autorización a un intermediario cuando no se cumplan estos criterios.
- Deberá existir un requisito de capital inicial para las casas de valores como condición de acceso al mercado. Con esto se asegura que los propietarios de una empresa tienen una participación financiera directa en el negocio. El requisito de capital deberá mantenerse y ser objeto de información periódica al regulador o al EAR competente. Los requerimientos de recursos propios mínimos deberán estar relacionados directamente con la naturaleza de las actividades y el volumen de negocio de un intermediario. La situación financiera del intermediario deberá ser auditada periódicamente por auditores independientes.

Para asegurar que la vigencia de la autorización sigue siendo apropiada, deberá existir el requisito de actualización periódica de la información pertinente y la obligación de declarar cambios relevantes de las circunstancias que afectan a las condiciones iniciales sobre las que se concedió la autorización.

Para conseguir una mejor protección de los intereses de los inversores, el regulador deberá asegurar que el público tiene acceso a la información pertinente relativa al intermediario autorizado, como la categoría de la autorización mantenida, el ámbito de las actividades

¹⁷ Muchas jurisdicciones establecen criterios detallados relativos a la educación, formación, experiencia, idoneidad y propiedad de un solicitante, como requisitos necesarios para la concesión del permiso a una persona. El objetivo de estos criterios es proteger al inversores

autorizadas, la identidad de la alta dirección y de aquellos autorizados para actuar en nombre del intermediario.¹⁸

11.4 Adecuación del capital

La protección de los inversores y la estabilidad de los sistemas financieros se realzan con una supervisión adecuada de las normas sobre requerimientos de capital o recursos propios mínimos exigibles.

Las normas sobre adecuación del capital promueven la confianza en los mercados financieros y deberían estar diseñadas para permitir que una entidad absorba pérdidas, especialmente en el supuesto de grandes oscilaciones adversas en el mercado, y para lograr un entorno en el que una entidad de valores pueda liquidar su negocio en un período relativamente corto sin pérdida para sus clientes o para los clientes de otras entidades, y sin distorsionar el funcionamiento ordenado de los mercados financieros. Las normas sobre el capital deberán estar diseñadas para proporcionar a las autoridades supervisoras tiempo para intervenir y lograr el objetivo de una liquidación ordenada.

Toda entidad de valores deberá asegurar que mantiene los recursos financieros suficientes para cumplir sus compromisos empresariales y para soportar los riesgos a los que esté expuesto su negocio. Estos riesgos puede ser consecuencia de actividades de filiales no autorizadas o surgir por operaciones contabilizadas fuera de balance, y la regulación deberá tener en cuenta la necesidad de información sobre las actividades de estas filiales.

El análisis de la suficiencia del capital deberá atender a los riesgos a los que se enfrentan las entidades de valores, teniendo en cuenta la naturaleza de sus actividades y su volumen de negocio.

11.5 Las normas de conducta y otros requisitos prudenciales

Los intermediarios del mercado deberán comportarse de manera que se protejan los intereses de sus clientes y la integridad del mercado.

El equipo directivo de un intermediario del mercado será el principal responsable de asegurar el mantenimiento de normas apropiadas de conducta y la observancia por la entidad en su conjunto de los debidos procedimientos. Esto incluye la gestión apropiada de los riesgos relacionados con la actividad y el negocio del intermediario. No debe esperarse que la regulación elimine el riesgo en el

18 La información debe estar libremente disponible y ser fácilmente accesible. Debe mantenerse en un depósito central del regulador o de la EAR.

mercado¹⁹, pero sí que asegure que ese riesgo se gestiona debidamente. Es necesaria la evaluación periódica de los procesos de gestión de riesgos en el seno de una entidad regulada. Las EAR y otros terceros, como los auditores externos, pueden prestar su asistencia en este proceso.

Pueden darse casos de incumplimiento operativo a pesar de la existencia de procedimientos internos diseñados para impedir la mala conducta o la negligencia. No es práctico que el regulador supervise constantemente la observancia de estos procedimientos internos. Esta responsabilidad le incumbe a la alta dirección del intermediario. La alta dirección debe asegurar que puede cumplir esa responsabilidad. Sus miembros deben comprender la naturaleza del negocio de la entidad, sus procedimientos de control interno y sus políticas sobre asunción de riesgos. Deben entender claramente el alcance de sus propias facultades y responsabilidades. Deben tener acceso a toda la información pertinente sobre el negocio en cada momento, y contar con todo el asesoramiento necesario sobre dicho negocio y sobre sus propias responsabilidades. Dicha información también debe ponerse a disposición del regulador, previa petición de éste.

Los detalles de la organización interna apropiada de una entidad variarán según el tamaño de la misma, la naturaleza de su negocio y los riesgos que asume, pero en general la regulación de los intermediarios del mercado deberá observar las pautas siguientes:

- **Integridad y diligencia** - Una entidad deberá observar las más elevadas normas de integridad y operativa justa y deberá actuar con el cuidado y la diligencia debidos, en el mejor interés de sus clientes y de la integridad del mercado.
- **Condiciones contractuales** - Generalmente será necesario y conveniente un contrato escrito que especifique los compromisos con el cliente. De forma similar, toda entidad deberá estar preparada para proporcionar al cliente un informe completo y adecuado sobre el cumplimiento de sus responsabilidades hacia el mismo.
- **Información sobre clientes** - Toda entidad deberá solicitar a sus clientes cualquier información sobre sus circunstancias y objetivos de inversión que sea pertinente para los servicios que presta. Deberán establecerse políticas y procedimientos que aseguren la integridad, la seguridad, la disponibilidad, la fiabilidad y la exhaustividad de toda la información, incluyendo la documentación y los datos registrados electrónicamente, que sea necesaria para las operaciones de la entidad. Cuando las actividades de un intermediario incluyen la prestación de asesoramiento específico, es de especial importancia que el asesoramiento se preste con el debido conocimiento de las necesidades y las circunstancias del cliente: una cuestión que deberá estar siempre incluida en las normas de conducta es el principio de "conocimiento del cliente" por parte del

19 En este sentido, "riesgo operativo" se refiere en general al riesgo de pérdida por un fallo de los sistemas o una conducta deliberada o negligente del personal.

intermediario.

- Información para los clientes - Toda entidad deberá aportar a sus clientes, de una forma completa y puntual, la información necesaria para que éstos tomen decisiones consistentes y razonadas sobre sus inversiones. Puede ser necesario que la regulación garantice la difusión de información de una forma específica cuando los productos impliquen un riesgo que al inversor normal no le resulte aparentemente obvio. Los procesos de contratación y formación deberán garantizar que el personal que presta asesoramiento sobre inversiones comprende las características de los productos sobre los que tiene que asesorar²⁰
- Activos de los clientes - Cuando una entidad tiene el control o es responsable de la protección de activos pertenecientes a un cliente, ésta deberá asegurar la debida protección de los mismos (por ejemplo, a través de la segregación e identificación separada de estos activos) conforme a la responsabilidad que ha aceptado. El objetivo de estas medidas es: proporcionar protección contra el desfalco; facilitar el traspaso de posiciones en casos de distorsiones serias del mercado; impedir el uso de los fondos de los clientes para negociación por cuenta propia o para financiar las operaciones del intermediario; y ayudar a una liquidación ordenada en caso de insolvencia de una entidad concreta, si ello fuera necesario.
- Prácticas de mercado - Toda entidad deberá observar elevadas normas de conducta en el mercado, y también deberá cumplir cualquier ley, código o norma pertinente que le sea aplicable. El cumplimiento por parte de la entidad de todos los requisitos legales aplicables, así como de las políticas y los procedimientos internos de la propia entidad, deberá ser supervisado por un área separada que dependa directamente de la alta dirección, y que posea una estructura que asegure su independencia con respecto a las divisiones operativas.
- Controles operativos - Deberán establecerse políticas y procedimientos y controles operativos efectivos en relación con la actividad diaria de la entidad. La "eficacia" de estos procedimientos y controles operativos deberá ser evaluada en función de su utilidad. La utilidad de dichos controles deberá ser valorada en función de que éstos aseguren:
 - (a) Un intercambio efectivo de información entre la entidad y sus clientes, incluyendo la comunicación necesaria de información a éstos;
 - (b) La integridad de las prácticas de la entidad en materia de negociación, incluyendo el tratamiento de todos los

²⁰ Los reguladores también deberán desempeñar un papel activo a la hora de facilitar programas de formación y desarrollo.

- clientes de una manera justa, honesta y profesional;
- (c) La salvaguarda de los activos, tanto de la entidad como de sus clientes, frente al uso o la disposición no autorizada;
 - (d) El mantenimiento de registros contables y otros registros aplicables apropiados, y la fiabilidad de la información;
 - (e) El cumplimiento de todos los requisitos legales y reguladores pertinentes; y
 - (f) La segregación apropiada de los deberes y las funciones claves, especialmente aquellos que, cuando son realizados por la misma persona, pueden dar lugar a errores no detectados o pueden ser susceptibles de abusos que expongan a la entidad o a sus clientes a riesgos indebidos.
- Conflicto de intereses - Toda entidad deberá intentar evitar que surjan conflictos de intereses, pero, si existen conflictos potenciales, deberá asegurar el tratamiento justo de todos sus clientes mediante una divulgación apropiada de información, normas internas de confidencialidad o no actuar cuando no se puede evitar el conflicto. Ninguna entidad deberá colocar sus intereses por encima de los de sus clientes.
 - Negociación por cuenta propia - Deberán existir políticas claras dentro de cada entidad, que cubran las circunstancias en las que está permitida la negociación por cuenta propia. El regulador deberá obtener información sobre la negociación por cuenta propia de una entidad regulada y determinar si los recursos propios de la entidad son suficientes en relación con el riesgo derivado de sus operaciones por cuenta propia. La información proporcionada deberá ser suficiente para permitir una comprensión global del negocio y del perfil de riesgo de una entidad y sus filiales. También deberá permitir el control de las transacciones objeto de depósito de márgenes y la detección de conflictos de intereses o de prácticas de manipulación.

11.6 Actuación en el supuesto de quiebra financiera de un intermediario

La quiebra de un intermediario puede tener consecuencias para el sistema en su conjunto. El regulador deberá tener un plan claro para hacer frente a la posible quiebra de los intermediarios financieros. Las circunstancias del fracaso financiero son impredecibles, de modo que el plan tiene que ser flexible.

El regulador deberá tratar de minimizar los daños y las pérdidas para los inversores, derivados de la quiebra de un intermediario. Puede ser necesaria una combinación de actuaciones para restringir conductas indebidas, asegurar que los activos son debidamente gestionados y proporcionar información al mercado.

Dependiendo del modelo regulador vigente en la banca nacional, también puede ser necesario cooperar con los reguladores bancarios, y si las disposiciones nacionales lo exigen, con los reguladores de las insolvencias. Como mínimo, el regulador deberá haber identificado las personas claves de contacto en otras entidades reguladoras nacionales y extranjeras.

11.7 Supervisión de los intermediarios

La regulación deberá asegurar que existe la debida supervisión constante y rutinaria respecto a los intermediarios del mercado.

La regulación deberá estipular:

- Poderes de inspección - El regulador deberá tener derecho a inspeccionar los libros, registros y operaciones de un intermediario del mercado, para asegurar el cumplimiento de todos los requisitos pertinentes, incluso en ausencia de sospecha de violación de conducta. Deben existir requisitos complementarios para el mantenimiento de registros completos sobre las operaciones realizadas por el intermediario.
- Poderes de investigación y aplicación de la ley - El regulador, u otra autoridad competente, deberá contar con la gama completa de facultades de investigación y aplicación de medidas correctivas, para los casos de presunción de violación o violación real.
- Disciplina y revocación - Debe haber un proceso justo y rápido que promueva la disciplina y, si es necesario, la suspensión o revocación de una autorización. La disciplina y la revocación de autorizaciones podría delegarse en un EAR aceptable pero sólo con la supervisión del regulador y no de forma exclusiva.
- Reclamaciones - Deberá existir un mecanismo eficaz y efectivo para resolver las reclamaciones de los clientes.

11.8 Asesores de inversiones

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

Si un asesor de inversiones también opera por cuenta de clientes, los controles sobre el capital y otros aspectos operativos antes comentados, aplicables a otros intermediarios del mercado, también serán aplicables al asesor. Si el asesor no opera, pero le está permitido tener el depósito de activos de clientes, la normativa deberá estipular la protección de dichos activos, incluyendo su segregación e inspecciones periódicas (ya sea por el regulador o un tercero independiente).

Al regular las actividades de los asesores de inversiones, el regulador puede decidir hacer hincapié en los criterios sustantivos de la

autorización, requisitos sobre capital y otros recomendados en la sección 11.3 y 11.6. Por otra parte, el regulador puede optar por un régimen basado en la difusión de información, diseñado para permitir que los potenciales clientes asesorados seleccionen a sus asesores sobre una base informada.

Sin embargo, el régimen regulador seleccionado deberá contener, como mínimo, los siguientes elementos:

- Un régimen adecuado de concesión de licencias para actuar como un asesor de inversiones y garantizar el acceso a una lista actualizada de asesores de inversiones;
- La prohibición a la concesión de autorizaciones a personas que hayan violado leyes sobre valores u otras leyes financieras, o leyes penales durante un período de tiempo determinado previo a su solicitud;
- Requisitos sobre la forma de llevar los registros.
- Requisitos claros y detallados que expongan la información que el asesor deberá dar a sus clientes potenciales, incluyendo: descripciones de la preparación académica del asesor, experiencia pertinente en el sector, historial disciplinario (en su caso)²¹, estrategias de inversión, estructura de comisiones y otros cargos a clientes, conflictos potenciales de intereses, y comportamiento histórico de las inversiones (en su caso). Deberá exigirse que esta información se actualice periódicamente y siempre que experimente variaciones;
- Normas y procedimientos diseñados para evitar promesas o garantías sobre el comportamiento y rendimiento futuros de las inversiones, el mal uso de los activos de clientes, y los potenciales conflictos de intereses;
- Poderes de inspección y aplicación de la ley.

Existen asesores que sólo ofrecen servicios de asesoramiento y ni operan por cuenta de terceros, ni poseen o custodian los activos de sus clientes, ni gestionan carteras. En este caso, puede ser suficiente si el intermediario, quien presta servicios de asesoría, ha sido autorizado de acuerdo con los principios antes mencionados, no siendo por tanto necesaria una autorización separada para prestar dichos servicios.

12. El Mercado Secundario

²¹ Estas cuestiones son de especial importancia cuando no existen criterios de acceso basados en la educación, la formación o la experiencia.

12.1 Principios relativos al mercado secundario (PRINCIPIOS 25-30)

12.2 Ámbito de esta Sección

En este documento, la palabra "mercados" debe entenderse en su más amplio sentido, incluyendo las instalaciones y los servicios pertinentes para los valores de renta variable y deuda, las opciones y los productos derivados.

Además de los mercados organizados tradicionales, deberá entenderse que los mercados secundarios abarcan diversas modalidades y sistemas de negociación fuera del propio mercado. Éstos comprenden los sistemas electrónicos "bulletin board" y de diseño interno desarrollados por los intermediarios, que habitualmente ofrecen sus servicios a otros intermediarios, bancos e inversores institucionales que cumplen los parámetros del operador en materia de crédito.

Las bolsas organizadas son el principal centro de atención de la regulación. La regulación apropiada para un mercado secundario concreto dependerá de la naturaleza del mercado y sus participantes.

La regulación deberá tener en cuenta cada vez más la creciente globalización de las transacciones y el impacto de los adelantos tecnológicos sobre los mercados y su infraestructura.

12.3 Bolsas de valores y sistemas de negociación

El nivel de la regulación dependerá de las características del mercado, incluyendo su estructura, el nivel de sofisticación de los usuarios del mercado, los derechos de acceso y los tipos de producto negociados. En algunos casos será apropiado que un sistema de negociación esté exento en gran medida de una regulación directa, pero ello requerirá la aprobación del regulador pertinente tras la debida consideración por éste del tipo de aprobación (o exención) necesaria.

El establecimiento de bolsas o sistemas de negociación nuevos requiere su debida aprobación. Cuando sea conveniente una regulación directa, las materias pertinentes incluirán:

- Profesionalidad del operador - La regulación deberá evaluar la profesionalidad del operador de un sistema de negociación de un mercado secundario. La capacidad del operador es un requisito de cumplimiento constante.
- Supervisión del operador - El operador deberá ser responsable ante el regulador y, cuando asuma riesgos derivados de posiciones por cuenta propia, por compromisos de liquidación o garantía, debe cumplir requisitos prudenciales y otros requisitos diseñados para reducir el riesgo de que las operaciones no se lleven a buen término.
- Admisión de productos a negociación - El regulador, como requisito mínimo, deberá ser informado de los tipos de valores y

productos que se negociarán en el sistema. El regulador deberá aprobar las normas que rigen la negociación del producto. El diseño apropiado de los términos y condiciones relativos a un producto reduce la susceptibilidad del producto a abusos en el mercado, incluyendo la manipulación. El estudio de los principios de diseño del producto y las condiciones de negociación es un aspecto crítico para asegurar un mercado justo, ordenado, eficiente, transparente y líquido.

- Admisión de los participantes al sistema de negociación - El regulador deberá asegurar que el acceso al sistema de negociación o mercado es justo y objetivo. El regulador deberá supervisar los criterios y procedimientos correspondientes de admisión.
- Remisión de información sobre negociación - El regulador deberá verificar que todos los participantes del mercado con posiciones similares tienen un acceso equitativo a la información sobre la negociación. Toda clasificación de la categoría de los participantes, a efectos de su acceso a información previa a la negociación, deberá hacerse sobre una base razonable. Si se hace una diferenciación para el acceso a dicha información, ello no deberá suponer una desventaja injusta para las diferentes categorías concretas de participantes.
- Canalización de órdenes - Los procedimientos del sistema para la canalización de órdenes deben ser comunicados con claridad al regulador y a los participantes del mercado. Deben aplicarse con justicia y no deben ser incongruentes con la regulación pertinente en materia de valores (v.g. prioridad de los intereses de los clientes o prohibición de las prácticas de "front running").
- Ejecución de las operaciones - Las normas sobre la ejecución de órdenes deben ser comunicadas al regulador y a los participantes del mercado. Deben ser aplicadas con justicia a todos los participantes.
- Información posterior y publicación - La información sobre las operaciones realizadas deberá proporcionarse a todos los participantes con la misma periodicidad y contenido. Deberá estar disponible toda la documentación necesaria y otros registros que permitan hacer un seguimiento de las operaciones realizadas.
- Supervisión del sistema y los participantes por el operador - El regulador deberá evaluar la fiabilidad de todas las disposiciones hechas por el operador para el seguimiento, la vigilancia y la supervisión del sistema de negociación y sus participantes para asegurar justicia, eficiencia, transparencia y protección del inversores, así como el cumplimiento de la legislación sobre valores. El operador del sistema de negociación deberá proporcionar al regulador sus procedimientos de resolución de incidencias y reclamaciones, los parámetros de sus sistemas técnicos y los procedimientos aplicables a fallos

operativos, información sobre sus sistemas de registros, informes sobre presuntas violaciones de la ley, procedimientos para mantener los fondos y los valores de los clientes, e información sobre cómo se compensan y liquidan las operaciones. Deben existir mecanismos para detectar y atender los casos de condiciones inusuales de contratación y para cerciorarse de que, si se contravienen las leyes, se toman las medidas necesarias cuando se detecte.

- Distorsión de la negociación - Deberán proporcionarse al regulador detalles de los procedimientos para los casos de interrupción de la negociación, otras limitaciones a la negociación y la asistencia disponible al regulador en circunstancias de distorsión potencial de la negociación en el sistema.

Las reglas y procedimientos operativos que gobiernan esas materias deben estar a disposición de los participantes del mercado.

12.4 Supervisión constante de los sistemas e información sobre los procesos del mercado

El regulador debe estar siempre satisfecho con que siguen las condiciones consideradas necesarias como requisitos previos para la aprobación.

Las modificaciones de las normas del sistema de negociación deberán ser comunicadas o aprobadas por el regulador. La aprobación del sistema de negociación deberá ser revisada o retirada por el regulador cuando se determine que el sistema no puede cumplir las condiciones de su aprobación o la ley o la normativa sobre valores.

12.5 Transparencia en la negociación

Se puede definir la transparencia como el grado en que la información sobre la negociación (tanto antes como después de las operaciones), se pone a disposición pública en tiempo real. La información previa a las operaciones se refiere a la presentación de demandas y ofertas en firme, tanto en los mercados cotizados como en los que se mueven por órdenes, como medio para permitir que los inversores conozcan, con un cierto grado de certeza, si pueden operar y a qué precios. La información posterior a las operaciones se refiere a los precios y al volumen de todas las operaciones que realmente se cierran.

El garantizar un acceso puntual a la información es esencial para la regulación de la negociación en los mercados secundarios. El acceso puntual a la información pertinente sobre negociación secundaria permite a los inversores cuidar mejor de sus propios intereses y reduce el riesgo de manipulación u otras prácticas desleales en la negociación.

Si un mercado permite algún grado de derogación del objetivo de transparencia en tiempo real, es preciso que las condiciones estén claramente definidas. La autoridad del mercado (tanto el operador como el regulador de la bolsa, o ambos) deberá, en ese caso, tener

acceso a la información completa para poder evaluar la necesidad de derogación y, si es necesario, establecer alternativas.

12.6 Prohibición de la manipulación y otras prácticas de mercado desleales

La regulación de la negociación en el mercado secundario deberá prohibir la manipulación del mercado, la conducta confusa, la operativa con información privilegiada y otras conductas fraudulentas o engañosas que pueden distorsionar el sistema de conocimiento de los precios, distorsionar los precios y poner a los inversores en desventaja injusta.

Dicha conducta puede controlarse mediante una vigilancia directa, inspección, información, requisitos de diseño de productos, límites de posición, normas de precios de liquidación o interrupciones del mercado, complementado por una aplicación vigorosa de las leyes y las normas de negociación.

El regulador debe asegurar que hay en vigor disposiciones para la supervisión continua de la negociación. Estas disposiciones deberán desencadenar una investigación cuando se produzca una operativa de negociación poco habitual o potencialmente indebida.

Se tendrá un cuidado especial para asegurar que la regulación es suficiente para cubrir la conducta entre mercados como por ejemplo, operaciones en las que el precio de un producto de renta variable es manipulado a fin de obtener beneficios mediante la negociación en opciones, warrants u otros productos derivados relacionados.

Si el activo subyacente se negocia en una jurisdicción distinta de aquella en la que se negocia el instrumento derivado, o si se negocian productos financieros idénticos en dos jurisdicciones, puede haber un mayor potencial de fraude o manipulación a causa de la dificultad del regulador de una jurisdicción para hacer un seguimiento de la actividad del mercado directamente o para realizar una investigación completa de las actividades del mercado en otra jurisdicción. Es necesario que las autoridades reguladoras pertinentes comparten la información entre sí, en una medida suficiente para garantizar la aplicación efectiva de la ley.

12.7 Grandes riesgos, procedimientos para casos de incumplimiento y distorsiones del mercado

La expresión "grandes riesgos" se refiere a una posición abierta que sea lo suficientemente elevada como para plantear un riesgo al mercado o a una entidad de compensación. Las autoridades del mercado deberán hacer un seguimiento estricto de los grandes riesgos y compartir entre sí la información a fin de permitir una evaluación apropiada de dichos riesgos.

Las autoridades del mercado deberán promover mecanismos para facilitar que la información citada pueda ser compartida mediante los canales apropiados.

Los niveles de alarma son criterios cualitativos o cuantitativos que se usan para detectar una exposición elevada. Las autoridades del mercado deberán establecer unos niveles apropiados que desencadenen la actuación en sus mercados, y hacer un seguimiento constante del tamaño de las posiciones en sus mercados. Para desempeñar esta función de seguimiento, las autoridades deberán tener acceso a información sobre el tamaño y la propiedad beneficiaria de las posiciones mantenidas por clientes directos de los miembros del mercado. Las autoridades del mercado pueden entonces emprender la actuación adecuada, tal como exigir que el miembro reduzca la exposición, o aumentar los requisitos de margen.

Si un miembro del mercado no pone la información pertinente a disposición de la autoridad del mercado, la autoridad deberá poder tomar medidas apropiadas, tales como imponer limitaciones futuras sobre negociación por parte del miembro, exigir la liquidación de las posiciones, incrementar los requisitos de margen, y revocar los privilegios para operar.

Las autoridades del mercado deberán poner la información pertinente relativa a procedimientos para incumplimiento en el mercado a disposición de los participantes del mercado.

Los reguladores deberán asegurarse de que los procedimientos relativos a incumplimientos son efectivos y transparentes.

Las autoridades responsables de la supervisión de mercados en los que se negocien productos relacionados (de contado o productos derivados) deberán consultarse entre sí lo antes posible, con vistas a minimizar los efectos adversos de las distorsiones que la negociación de estos productos puedan tener en los mercados. La información que puede necesitarse incluye planes para contingencias, personas de contacto y medidas estructurales para atender a las distorsiones del mercado, e información sobre condiciones del mercado (tal como actuaciones emprendidas por las autoridades responsables de la supervisión del mercado, precios, actividades de negociación, y datos totales del mercado).

12.8 Compensación y liquidación

Los sistemas de compensación y liquidación son sistemas que proporcionan el proceso de presentar e intercambiar datos o documentos a fin de calcular las obligaciones de los participantes del sistema, para permitir la liquidación de estas obligaciones, y el proceso para transferir fondos y/o valores. Las reglas y procedimientos operativos que gobiernan los sistemas de compensación y liquidación deben estar a disposición de los participantes del mercado. Deberá existir una supervisión directa de los sistemas de compensación y liquidación y de sus operadores.

12.9 Regulación y normas de los sistemas de compensación y liquidación

Los reguladores de las organizaciones de compensación y liquidación deberán exigir un marco que les permita verificar la

responsabilidad de dichos sistemas, para hacer un seguimiento y, si es posible, predecir y prevenir problemas relacionados con la compensación y la liquidación. Esto incluye la facultad de promover la eficiencia y la seguridad mediante la revisión de los mecanismos del sistema y el establecimiento de normas operativas. Los reguladores deberán estar facultados para promulgar directrices que las organizaciones de compensación y liquidación deben satisfacer.

La operación de los servicios de compensación y liquidación deberá estar sujeta a inspección y revisión periódica por el regulador. Las organizaciones de compensación y liquidación estarán obligadas a hacer informes al regulador y pueden estar obligadas a someterse a auditorías periódicas y, si es necesario, a auditorías y exámenes especiales.

12.10 Verificación de las operaciones en los sistemas de compensación y liquidación

El sistema de compensación y liquidación deberá estipular la verificación expedita de una operación. La norma debería ser una verificación tan próxima al tiempo real como fuera posible. Deberá existir información disponible que registre la operación, permita su comprobación y estipule la base de liquidación. Enlaces plenamente automatizados entre el sistema de negociación y el sistema de liquidación ayudarán en la verificación. Cuando los mercados o sistemas de negociación no tengan estos enlaces, deberán requerir que los participantes implementen procedimientos que aseguren una rápida y exacta transmisión de los datos sobre las operaciones al servicio de compensación.

12.11 El riesgo en los sistemas de compensación y liquidación

Deberán existir procedimientos para identificar y controlar los riesgos de una forma permanente. Los reguladores de los mercados de valores no sólo deberán tener en cuenta la reducción del riesgo sino también la asunción y transferencia de riesgos entre intermediarios.

Es crucial monitorear la estabilidad, la salud financiera y las actividades de los participantes en los sistemas de compensación y liquidación con el fin de minimizar el riesgo de crisis individual de los participantes así como el riesgo global de los sistemas.

Debe existir información disponible sobre la capacidad de los miembros de la cámara de compensación para atender puntualmente los requerimientos de pago, y claridad de procedimientos para los casos de incumplimiento. Los requisitos sobre márgenes (comentados a continuación) se pueden usar junto con otros mecanismos para gestionar el riesgo de los participantes del mercado, de las cámaras de compensación y de las bolsas. Otros controles de riesgos pueden incluir: mecanismos de interrupción ("circuit breakers"), límites de posiciones, límites de precios, interrupción de la negociación, suficiencia del capital, sistemas de gestión de riesgos, normas operativas,

limitación a los préstamos, cobertura de seguros, copia de seguridad de los sistemas y fondos de garantía²².

La reducción del período de liquidación implica una reducción del riesgo de los participantes. El período de liquidación estándar recomendado por el grupo de los 30 para los mercados de valores es el D+3. Deberá existir un sistema de entrega contra pago en el que el traspaso de la propiedad se produzca al mismo tiempo que el pago. Los sistemas de entrega contra pago reducen el riesgo de que un participante entregue el precio total a una contrapartida y no reciba nada a cambio. Tales sistemas impiden que la propiedad se transfiera antes de que se efectúe el pago.

Un registro o custodio centralizado de valores, vinculado a un sistema de compensación y liquidación es el pilar básico para que estos sistemas sean seguros y eficientes. Con el tiempo, las jurisdicciones deberían promover el uso de valores que no consistieran en títulos físicos o a inmovilizar los valores en depositarios o registros regulados.

Los sistemas de liquidación de productos derivados deberán ser simétricos para evitar el riesgo de liquidez. Los pagos y los cobros deberán tratarse al mismo tiempo.

12.11.1 Llamadas de coberturas o de márgenes

Las llamadas a margen pueden representar un rol importante, junto con otras salvaguardas en la protección de la seguridad financiera y la integridad de los mercados. Los requerimientos de depósito de márgenes deberán estar diseñados de manera que los intermediarios tengan la financiación suficiente disponible para cubrir las probables exposiciones al riesgo por la operativa que realicen. La adecuación de los márgenes requiere una revisión constante.

Los niveles y los procedimientos de depósito de márgenes deberán estar diseñados para reducir la exposición al riesgo de los participantes del mercado, incluyendo la cámara de compensación, a los riesgos de crédito, de mercado y otros, en especial al riesgo de incumplimiento por un participante del mercado como resultado de oscilaciones de los precios de instrumentos individuales y variaciones en la volatilidad del mercado.

Los costes del depósito de márgenes deben evaluarse en función del beneficio de reducir el riesgo. Por ejemplo, una consecuencia de la exigencia de márgenes altos podría ser reducir el efecto de apalancamiento relacionado con ciertos instrumentos financieros e incrementar el coste de la operación, lo cual puede afectar a la utilidad económica de ciertos productos.

22 El regulador deberá exigir una prueba de estrés suficiente de la gestión del riesgo y los sistemas de seguridad.

Deberán tenerse en cuenta la posibilidad de utilizar márgenes cruzados y el uso de una amplia gama de colaterales razonablemente líquidos. Para cubrir la volatilidad de la operativa con productos derivados, las valoraciones a precio de mercado, las liquidaciones intradia y los depósitos de márgenes se usan extensamente y deberían ser fomentados.

12.11.2 Compensación por saldos netos

En este contexto, la compensación por saldos netos está referida a la reducción del proceso o de los niveles de exposición en un sistema de liquidación, que se logra al compensar los saldos deudores y acreedores de un participante dejando una obligación neta menor. La compensación con novación y una liquidación bruta en tiempo real son mecanismos de liquidación eficientes. El regulador y los participantes deberán estudiar los volúmenes y las participaciones para determinar qué mecanismo es apropiado para cada mercado.²³.

12.11.3 Ventas en descubierto y préstamo de valores

Las ventas en descubierto se consideran un mecanismo útil en algunas jurisdicciones, como ayuda a la liquidez²⁴. Donde las ventas en corto o en descubierto son permitidas, la regulación debe proteger contra prácticas de manipulación, incluyendo las asociadas a una posición en descubierto significativa. En algunas jurisdicciones, esto considera una combinación de permitir préstamo de valores y restricción de ventas en descubierto para acciones líquidas. La divulgación de las ventas en descubierto y las posiciones de préstamo de valores (o, al menos, su notificación al regulador) es una herramienta para una reducción adicional del riesgo.

²³ La novación debe ser efectiva en casos de insolvencia para que pueda contribuir a la gestión de riesgos.

²⁴ Las ventas en descubierto son un componente necesario de los mercados de futuros y opciones.