



FINANCIAL [THINKING]

**COLEGIO UNIVERSITARIO DE ESTUDIOS
FINANCIEROS**

**MÁSTER UNIVERSITARIO EN DERECHO BANCARIO Y
DE LOS MERCADOS E INSTITUCIONES FINANCIERAS**

***“ESTUDIO COMPARADO DEL RÉGIMEN SANCIONADOR EN
ESPAÑA Y ECUADOR, EN EL MERCADO DE VALORES”***

Realizado por: Gabriela Alexandra Toro Castro y Pamela Ocaña Hinojosa.

Dirigido por: Prof. D. Pablo Táuler San Miguel.

MADRID, 25 de mayo de 2018.

ÍNDICE DE CONTENIDO

ABREVIATURAS	4
INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO 1	3
EL MERCADO DE VALORES EN ESPAÑA Y ECUADOR	3
1.1 EL MERCADO DE VALORES EN ESPAÑA	3
1.1.1 Evolución histórica	3
1.1.2 Principios configuradores	4
1.1.3 Estructura y composición	6
1.1.4 Organismos reguladores	10
1.1.5 Potestades de la CNMV	15
1.1.6 Intervenientes	20
1.2 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES	26
1.3 EL MERCADO DE VALORES EN ECUADOR	27
1.3.1 Evolución Histórica	28
1.3.2 Principios configuradores	29
1.3.3 Estructura y composición	33
1.4 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES	46
CAPITULO 2	47
REGULACIÓN DE LA POTESTAD SANCIONADORA.	47
2.1 PRINCIPIOS REGULADORES COMUNES	47
2.1.1 Principio de Legalidad	47
2.1.2 Principio de Tipicidad	49
2.1.4 Principio de Irretroactividad	53

2.1.5 Principio de Prescripción	54
2.1.6 Principio de Antijuridicidad	55
2.1.7 Principio de Proporcionalidad	56
2.1.8 Principio de Non bis in ídem	57
2.2 RÉGIMEN EN ESPAÑA	58
2.2.1 Breve referencia a la estructura normativa europea.	58
2.2.2 Marco jurídico del régimen sancionador	63
2.2.3 Infracciones tipificadas en actuaciones dentro del Mercado de Valores	67
2.2.4 Sanciones por la comisión de ilícitos administrativos	72
2.2.5 Procedimiento sancionador	77
2.2.6 Valoración crítica y conclusiones	86
2.3 RÉGIMEN SANCIONADOR EN ECUADOR	88
2.3.1 Breve referencia a la estructura normativa ecuatoriana	88
2.3.2 Marco Jurídico del Régimen sancionador	90
2.3.3 Valoración crítica y conclusiones	108
CAPITULO 3	109
ESTUDIO COMPARATIVO DE LOS REGÍMENES SANCIONADORES	109
3.2 CREDIBLE DETERRENCE IN THE ENFORCEMENT OF SECURITIES REGULATION	109
3.2.1 Certeza Legal	110
3.2.2 Detectar la conducta antijurídica	112
3.2.3 Investigación y enjuiciamiento de la mala conducta	115
3.2.4 Sanciones: castigos fuertes sin beneficio por mala conducta	117
3.2.5 Promover la comprensión pública y transparencia	121
3.1 DIFERENCIAS DE REGULACIÓN ENTRE EL MAB Y LA AUTORREGULACIÓN DE LAS BOLSAS EN ECUADOR	122

3.1.1 Diferenciación entre un régimen disciplinario y un régimen sancionador	125
--	-----

CAPÍTULO 4	130
PROPUESTA Y CONCLUSIONES	130
4.1 PROPUESTA	130
4.2 CONCLUSIONES	131
ÍNDICES	135
A) ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO	135
B) ÍNDICE NORMATIVO	138
b.1 España	138
b.2 Ecuador	139
b.3 Documentos institucionales	139
C) ÍNDICE DE GRÁFICOS	142
D) ÍNDICE DE TABLAS	142

ABREVIATURAS

AEMV:	Autoridad Europea de Mercados de Valores (ESMA en inglés)
AIAF:	Mercado de Renta Fija
AV:	Agencias de Valores
BdE:	Banco de España
BME:	Bolsas y Mercados Españoles
CAN:	Comunidad Andina de Naciones
CE:	Constitución española
CECA:	Comunidad Europea del Carbón y el Acero
CEE:	Comunidad Económica Europea
CNMV:	Comisión Nacional de Mercado de Valores (España)
COA:	Código Orgánico Administrativo
COIP:	Código Orgánico Integral Penal
CPE:	Código Penal Español
CRE:	Constitución de la República del Ecuador
EAFI:	Empresas de asesoramiento financiero
ECR:	Entidades de Capital riesgo
ESI:	Empresa que presta servicios de inversión
FEM:	Foro Económico Mundial
FFE:	Fomento de la financiación empresarial
ICG:	Índice de competitividad global
IIC:	Instituciones de inversión colectiva
IOSCO:	Organización Internacional de Comisiones de Valores
LMV:	Ley del Mercado de Valores (España)
LMVE:	Ley del Mercado de Valores (Ecuador)
LPAC:	Ley del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.
LRJSP:	Ley del Régimen Jurídico del Sector Público
LSC:	Ley de Sociedades de Capital
MAB:	Mercado alternativo bursátil
MARF:	Mercado Alternativo de Renta Fija
OTC:	Over the counter
RGLMV:	Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores de Ecuador
SBU:	Salario básico unificado
SENAF:	Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros
SGC:	Sociedades gestoras de carteras
SIUB:	Sistema único bursátil
SMN:	Sistemas multilaterales de negociación
SV:	Sociedades de Valores
TJCE:	Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas
TRLMV:	Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (España)
UE:	Unión Europea

AGRADECIMIENTOS

A mis padres, por su sacrificio para darme la oportunidad de realizar mi Máster, a todos quienes de una u otra forma me han acompañado en este camino y por supuesto, a nuestro estimado docente y Tutor del presente Trabajo de Fin de Máster D. Pablo Táuler San Miguel por su constante guía sin la cual, no nos hubiera sido posible culminar.

Gabriela

A Dios, por permitirme cumplir mi sueño, a mi familia por su constante preocupación y apoyo, a mi abuelita por su fe en mí, a mi abuelito Jorgito que me sigue bendiciendo desde arriba, a la Fundación Carolina por el regalo precioso que es la educación. Y sin lugar a dudas a mis docentes, por su calidad y entrega en la enseñanza, especialmente a D. Pablo Táuler San Miguel, guía invaluable en este trabajo.

Pamela

INTRODUCCIÓN

El sistema financiero representa uno de los pilares más importantes en la economía de cualquier país, y dentro de éste, el mercado de valores ha sido uno de los sectores que más impulso y desarrollo ha tenido especialmente en España, donde vemos que se ha configurado un complejo aparataje normativo, endurecido a raíz de la crisis del año 2008.

El marco normativo que regula al mercado de valores comprende varias aristas, una de ellas referente a las sanciones que deben imponerse a quienes contravengan los preceptos normativos, creados para garantizar la estabilidad en los mercados y proteger a los inversionistas, a través del procedimiento administrativo establecido en la legislación correspondiente.

Durante el desarrollo de este trabajo investigativo nos hemos planteado realizar un análisis desde dos perspectivas diferentes, la española y la ecuatoriana, con el objetivo de detectar semejanzas y diferencias entre ambos regímenes normativos. Además, resaltamos la importancia del presente estudio comparativo, ya que puede convertirse en un referente para impulsar el crecimiento del mercado de valores en el Ecuador y por ende, mejorar sus correspondientes procedimientos, entre ellos, el sancionador que es el tema que nos ocupa.

De esta forma, el trabajo se divide en cuatro capítulos, los cuales tienen el siguiente contenido:

Capítulo I: Reseña del mercado de valores en España y Ecuador, incluyendo su historia, principios rectores, órganos reguladores e intervinientes, también se expone la estructura y composición de ambos mercados, que es el aspecto en el que más se diferencian estos países.

Capítulo II: Principios comunes a cualquier procedimiento administrativo sancionador, además, una breve referencia a la estructura normativa europea para posteriormente centrar el estudio en el marco jurídico del régimen sancionador en España, incluyendo las infracciones con sus correspondientes sanciones y, el procedimiento. En el caso de Ecuador, llevamos a cabo lo pertinente, con la diferencia de que, este país no cuenta con un régimen normativo a nivel de comunidad, por lo que únicamente nos remitimos a la estructura normativa nacional.

Capítulo III: Comparativa del régimen administrativo sancionador entre España y Ecuador, partiendo de las pautas establecidas en el Credible Deterrence de IOSCO. En segundo lugar, se lleva a cabo una comparativa más específica, basada en los reglamentos de conducta interna emitidos por las entidades rectoras de los diferentes mercados existentes en España y, la potestad autorreguladora que poseen las entidades rectoras de

las bolsas de valores en Ecuador, para lo cual se toma un representante de cada país, un tema interesante que sin duda pretendemos criticar.

Capítulo IV: Propuesta y conclusiones

Para lograr el cumplimiento del objetivo propuesto, hemos acudido a diferentes fuentes bibliográficas, artículos de revistas indexadas, información de páginas web de órganos oficiales y por supuesto, normativa vigente tanto en España como en Ecuador.

CAPITULO 1

EL MERCADO DE VALORES EN ESPAÑA Y ECUADOR

1.1 EL MERCADO DE VALORES EN ESPAÑA

1.1.1 Evolución histórica

El mercado de valores es uno de los sectores que forma parte del sistema financiero español, en conjunto con el mercado bancario y el de seguros, que “surge vinculado al auxilio y fomento del comercio” (Zunzunegui, 1997:35)¹. Una de las primeras manifestaciones de como conocemos hoy al mercado de valores, es la “bolsa”, específicamente la bolsa de Madrid fue creada el 10 de septiembre de 1831 y entró en funcionamiento a partir de la Orden Ministerial del 6 de octubre del mismo año (Moreno, 2006)², para posteriormente dar paso a la creación de las bolsas en Barcelona, Bilbao y Valencia.

En España, anterior a la promulgación de la Ley 24/1988, de 28 de julio³ (en adelante LMV), las bolsas de valores eran los únicos mercados donde se podían negociar a través de los agentes de bolsa. No existía mayor regulación aparte del denominado Reglamento de las Bolsas el cual establecía que “las funciones de supervisión de los mercados, junto con la tarea de dirección de los mismos, se encomendaban a las Juntas Sindicales de cada colegio de agentes” (Rodríguez, 2016:15)⁴.

Con la entrada en vigencia de la LMV se realizó una reforma integral a la estructura del mercado de valores español, que sugirió la transformación de los agentes de cambio en empresas de servicios de inversión (en adelante ESIs) bajo sus diferentes modalidades, además se abre la posibilidad de otros mercados para invertir y se modernizan los tradicionales títulos valores como modo de registro de las transacciones, por las anotaciones en cuenta. Sin embargo, el aspecto más significativo fue la creación de la Comisión Nacional de Mercado de Valores (en adelante CNMV) como órgano supervisor, dotado de una potestad sancionadora y que vela por el cumplimiento de los principios que rigen al mercado.

¹Zunzunegui, F. (1997). *Derecho del Mercado Financiero*. Madrid: Marcial Pons.

²Moreno, B. (2006). *La Bolsa de Madrid. Historia de un Mercado de Valores Europeo*. Santander: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Cantabria.

³España. Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Boletín Oficial del Estado, 29 julio 1988 (181).

⁴Rodríguez, M. (2016). *La supervisión de los mercados de valores en España. El papel de la Comisión Nacional de Mercado de Valores como órgano de control*. Revista Española de Control Externo [en línea], (18), 13-31. Disponible en <http://www.tcu.es/export/sites/default/.content/PdfAbsys/52Rodriguez-HerrerSupervisionCNMV.pdf> [consulta 25 febrero 2018].

Hasta el 2015 esta ley constituyó el pilar fundamental sobre el cual descansaba el mercado de valores español, sin embargo, la constante evolución experimentada por el sistema financiero, los cambios fruto de la crisis que se desencadena en 2008 y el proceso de integración que promueve la Unión Europea (en adelante UE), significaron la renovación de este cuerpo normativo, naciendo así el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre⁵, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante TRLMV), vigente a estos días.

En esencia, el TRLMV conserva la misma estructura de mercado propuesta por su antecesora, pero incorpora algunas disposiciones necesarias para lograr coherencia en el sistema normativo financiero español y europeo, lo que se traduce en mayor eficiencia en el mercado y mayor protección a los inversores.

1.1.2 Principios configuradores

Para Tapia (2003)⁶ el mercado de valores se rige por los siguientes principios:

1.1.2.1 Eficiencia

En un sentido amplio, el derecho del mercado de valores determina las reglas que permiten, al menor coste posible, encausar el ahorro a la inversión y que claro, esta inversión sea remunerada debidamente.

En un sentido estricto, la eficiencia en los mercados secundarios de valores consiste en la capacidad que posee este último para traducir en términos de oferta y demanda toda la información proporcionada por el mercado, sin sesgos.

El concepto de eficiencia en el mercado de valores, no es diferente al de eficiencia enfocado en otros ámbitos, su premisa principal es la de obtener los mejores resultados, al menor coste posible.

1.1.2.2 Transparencia

El sólo título valor o los registros de anotaciones en cuenta, no representan un reflejo fiel del valor económico de los mismos. Para conocer este último, resulta imperativo tener información suficiente acerca de los emisores, las características de las acciones y también del mercado en el cual se negocian. En definitiva, lo que se negocia en el mercado de valores es información, de allí se desprende la transparencia, puesto que los inversores deben informarse lo suficiente, antes de poner en riesgo su capital.

⁵España. Real Decreto-ley 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. *Boletín Oficial del Estado*, 13 de noviembre del 2015 (255).

⁶Tapia, A. (2003). *Manual del Derecho del Mercado de Valores*. 2nd ed. Barcelona: Cálamo, Producciones Editoriales, S.L.U.

Para garantizar el cumplimiento de este principio, tanto los emisores de valores como los mismos intermediarios, están obligados a remitir información periódica a la CNMV y al público en general, además de la publicación inmediata de hechos relevantes cuando estos se produzcan en la entidad emisora, pues los mismos podrían repercutir en la cotización del valor y por ende, modificar la perspectiva del posible inversor.

1.1.2.3 Protección del inversor

Al inversor se le debe protección, pues es la única manera de que continúe realizando operaciones y que por consecuencia, el fenómeno de la inversión y la desintermediación financiera permanezcan en dicho mercado.

Este es el principio en el cual se basa el artículo 203 del TRLMV en donde se obliga a los intermediarios del mercado de valores a clasificar a sus clientes en profesionales y minoristas, siendo estos últimos quienes mayor protección reciben, por considerar que no poseen la experiencia o los conocimientos necesarios para realizar transacciones en el mercado.

1.1.2.4 Apelación al ahorro del público

Los emisores y los intermediarios en el mercado de valores se encuentran condicionados al ahorro del público, esto porque los últimos adquieren o suscriben valores basados en las promesas sobre proyectos económicos futuros. El derecho del mercado de valores no puede asegurar por completo que estas promesas se cumplan a cabalidad, ya que el futuro es incierto, pero establece los mecanismos jurídicos necesarios para que, aquella promesa al menos sea verosímil. En pocas palabras, confianza en el mercado para que el público invierta.

1.1.2.5 Profesionalidad de los intermediarios

Al tratarse de entidades que prestan servicios de inversión, es imperativo que cumplan con ciertos requisitos legales que avalen la profesionalidad del servicio que ofertan, tal es así que el artículo 138.1 del TRLMV se determina que las empresas de servicios de inversión son “aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros”.

La profesionalidad de los intermediarios queda garantizada a través del proceso por el que atraviesan al momento de conseguir su autorización de funcionamiento, sin la cual no podrían operar en el mercado.

1.1.2.6 Igualdad de los inversores

El derecho del mercado de valores debe garantizar que los inversores se encuentren en igualdad de condiciones, es por este principio que se sanciona la utilización ilícita de información privilegiada y se considera como una práctica de abuso de mercado, que incluso trae consigo consecuencias de carácter penal.

Los principios configuradores del mercado de valores no sólo permiten su eficaz funcionamiento, sino que garantizan su perpetuidad. Si miramos desde su esencia, básicamente persiguen que el inversor confíe en el mercado e invierta su dinero, que finalmente es lo que mantiene con vida a los intermediarios y a los emisores.

1.1.3 Estructura y composición

Para comenzar es necesario determinar la existencia tanto del mercado primario como del secundario, el primero hace referencia a los valores que se emiten por primera vez al público para su negociación en un mercado, mientras que el segundo se refiere a aquellos valores que se negocian con posterioridad a su primera emisión. Hablar del mercado de valores no significa hablar únicamente de las bolsas de valores, claro está que fueron las primeras en constituirse, sino que entraña una contextualización mucho más amplia.

Gracias a la globalización y las nuevas tecnologías, actualmente el mercado cuenta con diferentes mecanismos que garantizan el cumplimiento de sus principios rectores y brindan al inversor la posibilidad de elegir dónde invertir.

Cuando mencionamos que el inversor puede elegir “dónde invertir” nos referimos al mercado y por supuesto, a los respectivos instrumentos financieros que se negocian. En España se puede negociar tanto en los mercados regulados como en los sistemas multilaterales de negociación (en adelante SMN) y, a través de internalizadores sistemáticos.

Estos dos últimos conceptos aparecen por primera vez en el artículo 4 numerales 7, 14 y 15 de la Directiva 2004/39/CE⁷ mejor conocida como MIFID I:

*“7) **Internalizador sistemático:** la empresa de inversión que, de forma organizada, frecuente y sistemática, negocia por cuenta propia mediante la ejecución de órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN.”*

*14) **Mercado regulado:** sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir -dentro del sistema y según sus normas no discrecionales- los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con lo dispuesto en el título III.*

*15) **Sistema de negociación multilateral (SMN):** sistema multilateral, operado por una empresa de inversión o por un gestor del mercado, que permite reunir -dentro del sistema y según normas no discrecionales- los diversos intereses de*

⁷Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo

compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad con lo dispuesto en el título.”

Con el fin de entender con algo más de claridad el papel y funcionamiento de estos intermediarios, agregaremos algunas de sus características.

a.- Internalizadores sistemáticos

Tienen la consideración de internalizadores sistemáticos, todas aquellas ESIs y entidades de crédito que, al margen de un mercado regulado o un SMN ejecutan por cuenta propia órdenes de clientes sobre acciones admitidas a un mercado oficial (Artículo 331 TRLMV).

Aquellas entidades que tengan a bien desempeñarse como internalizadores sistemáticos deben comunicarlo a la CNMV, que es la encargada de supervisar el cumplimiento de la legislación vigente y de sancionar en caso de cometer infracciones.

b.- Mercados secundarios regulados

A diferencia de los mercados no regulados, conocidos también como over the counter (OTC), los mercados regulados se encuentran sujetos a un régimen normativo específico, por lo que sus participantes deben obtener la autorización correspondiente para operar en él, específicamente deben atenerse a las disposiciones del TRLMV de forma general, y más específicamente, a los reglamentos internos de cada mercado, que son:

- a) Las Bolsas de Valores.*
- b) El Mercado de Deuda Pública en Anotaciones.*
- c) Los Mercados de Futuros y Opciones, cualquiera que sea el tipo de activo subyacente, financiero o no financiero.*
- d) El Mercado de Renta Fija, AIAF.” (Artículo 43.2 TRLMV)*

Los mercados regulados constituyen el punto de referencia para otros sistemas de negociación, quienes se acogen a los precios y volúmenes fijados en las subastas de apertura y cierre de los primeros. Igualmente, si un valor o instrumento financiero queda suspendido del mercado regulado, se suspende también de los otros sistemas. (Gil, et al. 2011)⁸

De acuerdo con el artículo 2 del TRLMV se pueden negociar tanto instrumentos financieros de renta fija, como de renta variable, de lo cual depende el nivel de riesgo, entre ellos se encuentran:

- Acciones
- Cédulas y bonos

⁸ Gil, C., González, J., Villanueva, M.(2011). Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones [en línea] disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT50_web.pdf [consulta 18 abril 2018]

- Participaciones de IIC
- Letras del tesoro, pagarés, certificados de depósito
- Participaciones preferentes
- Cédulas territoriales
- Warrants, opciones y futuros

Los mercados regulados se encuentran bajo la supervisión de la CNMV y por ende, quedan sujetos a su régimen sancionador en el ámbito del derecho administrativo, sin embargo, como se mencionó anteriormente, cada mercado regulado posee normas internas de autorregulación, cuyo incumplimiento trae consigo la imposición de sanciones de carácter privado.

c.- Sistemas multilaterales de negociación

Los mercados regulados representan la especie, y los SMN el género, por lo tanto podemos deducir que los SMN constituyen una categoría de los mercados secundarios oficiales, supervisados y sujetos al régimen sancionador de la CNMV, sin embargo, los requisitos que se solicitan para acceder a estos son más flexibles que los solicitados en los mercados regulados. Generalmente quienes negocian en estos mercados son empresas que no cotizan en bolsa.

Así mismo, los SMN pueden ser de renta variable o de renta fija. Dentro de la primera categoría encontramos al Mercado Alternativo Bursátil (en adelante MAB), que es un mercado orientado a empresas en expansión, con una normativa y condiciones adecuadas a sus características, ya que la finalidad de esta plataforma es facilitar su crecimiento (Bolsas y mercados, s.f)⁹, su supervisión está a cargo de la CNMV.

Carro y Veloso (2010)¹⁰ determinan que objetivo principal de este mercado consiste en ofrecer un sistema organizado de contratación, liquidación, compensación y registro de operaciones realizadas sobre: valores provenientes de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante IIC), valores u otros instrumentos financieros emitidos por empresas de baja capitalización y valores e instrumentos que por su naturaleza, deben seguir este régimen.

Perteneciente también a la categoría de renta variable se encuentra Latibex, creado con el propósito de canalizar la inversión europea hacia importantes empresas en Latinoamérica, utilizando una única moneda: el euro (Maroto et al., 2007)¹¹.

⁹Bolsas y Mercados (s.f.) *El concepto de MaB* [en línea] disponible en https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx#ss_concepto

¹⁰ Carro, D. y Veloso, P. (2010) *Mercado Alternativo Bursátil una alternativa de financiación para empresas innovadoras en expansión* [en línea]. Oleiros: Gesbiblo, S.L. [consulta: 24 febrero 2018]

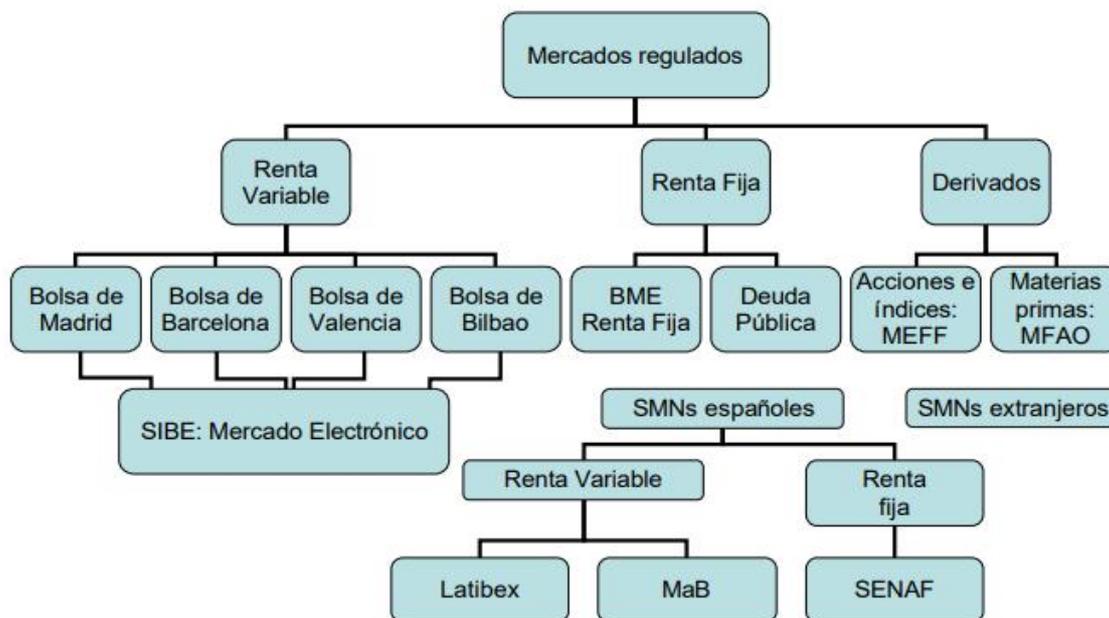
¹¹ Maroto, O., Cáceres, R., Jordán, L., Rodríguez, A. (2007). Estacionalidad en la Rentabilidad y Volatilidad de los Títulos que Cotizan en el LATIBEX. *Revista de Administración, Finanzas y Economía* [en línea], (1), 84-95. Disponible en Biblioteca Digital Alejandría <http://alejandria.ccm.itesm.mx/egap/documentos/2007V1A6Maroto.pdf> [consulta: 24 febrero 2018].

Sin duda, este mercado ha sido trascendental para permitir que empresas de Sudamérica amplíen sus posibilidades de financiación y que, así mismo los inversionistas europeos tengan acceso a mercados antes limitados.

Como exponente de los SMN de renta fija tenemos al Mercado Alternativo de Renta Fija (en adelante MARF), cuya finalidad es la de constituir un vehículo a través del cual las empresas puedan conseguir financiación, emitiendo instrumentos de renta fija sin necesidad de recurrir al mercado oficial que solicita requisitos más estrictos para su ingreso. En esta misma categoría se encuentra el Sistema Electrónico de Negociación de Activos Financieros (en adelante SENAF), que de acuerdo con la página web del BME¹² “es la plataforma electrónica de negociación mayorista de BME para deuda pública española” por lo que no sólo está supervisado por la CNMV sino también por el Banco de España (en adelante BdE), y se encuentra bajo la dirección inmediata del Mercado de Renta Fija (en adelante AIAF), al igual que el MARF.

Antes de finalizar con este apartado, creemos conveniente incluir un gráfico que esquematiza claramente los segmentos en los que se divide el mercado de valores español, que no incluye a los internalizadores sistemáticos puesto que no constituyen mercados como tal.

Gráfico 1. Sistemas y plataformas de negociación en España



Fuente: Millán para la CNMV¹³

¹² BME. (s.f.). SENAF [en línea] disponible en <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeSENAF.aspx> [consulta: 18 abril 2018]

¹³ Millán, F. (2011). *Los sistemas y plataformas de negociación en España. Tipos de operaciones y órdenes* [en línea] disponible en <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/01/1FcoMillan.pdf> [consultado 28 febrero 2018].

Los diferentes mercados de valores que operan en España representan un pilar fundamental para mantener la dinámica de la economía. Hemos visto que los diferentes mercados se ajustan tanto a las necesidades de los inversores, como también a la de los emisores, permitiendo que incluso medianas empresas puedan acceder a financiación, sin necesidad de cumplir con requisitos demasiado estrictos. Además, vale la pena recalcar, que gracias al avance de la tecnología, cada mercado tiene su plataforma para negociar, lo que a su vez, facilita el control de las operaciones por parte del máximo supervisor y permite detectar anomalías que por supuesto, tienen un proceso sancionador.

1.1.4 Organismos reguladores

a.- Banco de España

El BdE en esencia, no es un órgano regulador del mercado de valores, pertenece al Sistema Europeo de Bancos Centrales y su función es supervisar el cumplimiento de la normativa específica referente a las entidades de crédito, además de velar por el buen funcionamiento y la estabilidad del sistema financiero, aspecto que sale de los límites de nuestra investigación, sin embargo, es importante nombrarlo ya que de acuerdo con Zunzunegui¹⁴:

*“El **Banco de España** actúa como **banquero del Estado**, prestando el servicio de tesorería y el servicio financiero de la **deuda pública** del Tesoro y de las Comunidades Autónomas (...) El desarrollo de esta función ha dado lugar a la creación del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, regulado en los arts. 55 al 58 de la Ley del Mercado de Valores.”*

Se hace necesario recalcar que la LMV actualmente no está en vigencia y que las disposiciones acerca del Mercado de Deuda Pública en Anotaciones se encuentran en los artículos 59 al 63 del TRLMV, donde se establece también que tiene consideración de mercado regulado.

Además, el BdE y la CNMV realizan un trabajo conjunto en los siguientes aspectos:

- Supervisión conjunta sobre “el control de actividades relacionadas con los mercados financieros” (BdE, 2015: 25)¹⁵.
- En el ámbito administrativo sancionador, es necesario un informe preceptivo del BdE cuando se trata de imponer sanciones a una entidad de crédito que opera en el mercado de valores y que ha cometido alguna infracción (Artículo 273 TRLMV).

¹⁴ Zunzunegui ob. cit. pág. 97-98

¹⁵BdE. (2015). *Memoria de la Supervisión Bancaria en España* [en línea] disponible en https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaSupervisionBancaria/15/Cap_1.pdf [consulta: 23 abril 2018].

Para el mejor desempeño de sus funciones, ambas entidades deben suscribir convenios que les permitan coordinar las tareas de supervisión e inspección. Básicamente a la CNMV le corresponden las cuestiones de organización interna de los participantes del mercado, mientras que al BdE, aquellas que se ocupan de la solvencia de las entidades financieras que están en su registro, así lo dispone el apartado 5 del artículo 233 del TRLMV.

b.- Comisión Nacional del Mercado de Valores

La CNMV es un órgano público que como hemos dicho, nace al amparo de la LMV, en cuyo artículo 13, párrafo primero se anuncia:

*“Se crea la **Comisión Nacional del Mercado de Valores**, a la que se encomiendan la **supervisión e inspección** de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, el ejercicio sobre ellas de la **potestad sancionadora** y las demás funciones que se le atribuyen en esta Ley.”*

La CNMV es el máximo órgano supervisor del mercado de valores en España, por lo que dispone de los mecanismos necesarios para llevar a cabo su función, que no sólo implica sancionar a quienes incumplan con la normativa, sino que además emite recomendaciones a seguir tanto por los emisores como por los intermediarios, para operar correctamente en el mercado y así, evitar sanciones.

Fue creada siguiendo el modelo americano de la Securities Exchange Commission -organismo homólogo en Estados Unidos- y significó una transformación en el mercado de valores que, anteriormente se encontraba supervisado y dirigido por las Juntas Sindicales de los colegios de agentes de cambio (hoy agencias y sociedades de valores), así como por el Ministerio de Hacienda, quien supervisaba las bolsas¹⁶.

La supervisión de dicho organismo abarca a las operativas realizadas por los emisores de valores, es decir, empresas que buscan financiación a través de los mercados, los intermediarios, por medio de los cuales se ejecutan las órdenes y por supuesto los inversores, siendo estos últimos quienes más protección reciben en cumplimiento de los principios rectores del mercado de valores. Así, el párrafo segundo del mismo artículo 13 continúa:

*“La **Comisión Nacional del Mercado de Valores** velará por la **transparencia** de los mercados de valores, la **correcta formación de los precios** en los mismos y la protección de los inversores, promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines.”*

¹⁶ Rodríguez ob.cit.

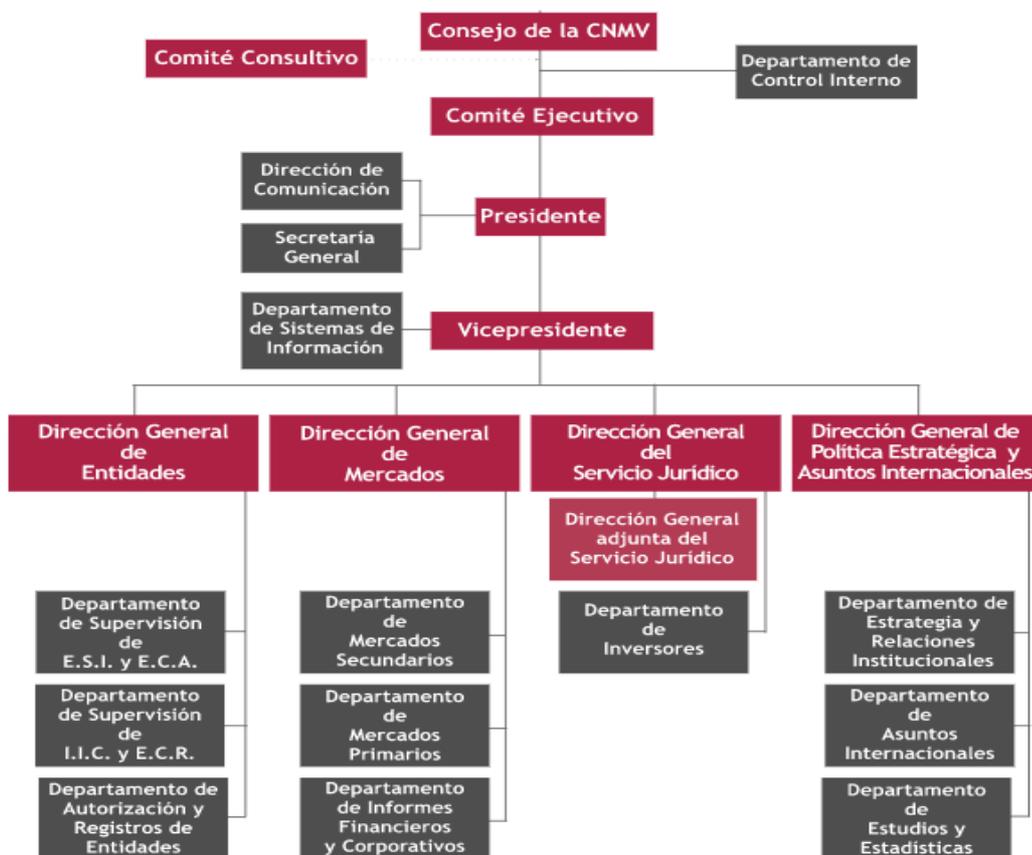
De manera que, en cumplimiento a esta misión de protección al mercado y a los inversores, la CNMV se encuentra investida de una serie de potestades que a través de distintos instrumentos jurídicos y mecanismos, le permiten llevar un efectivo control.

Organización interna

Internamente, la CNMV tiene una estructura organizacional compleja, necesaria para cumplir a cabalidad con las funciones que tiene asignadas, dicha organización se encuentra estructurada en el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV (en adelante RRI) aprobado por Resolución del Consejo de la CNMV el 10 de julio de 2003 (BOE 18/07/2003)¹⁷ y sus posteriores modificaciones.

Tal y como se muestra en el gráfico a continuación, existe una jerarquía organizacional que permite la toma de decisiones a nivel superior, soportado por una actividad de carácter técnico y vigilante, y siempre contando con un apoyo jurídico:

Gráfico 2. Estructura de la CNMV



¹⁷ España. Reglamento de Régimen Interior de la CNMV, texto consolidado del Reglamento aprobado por Resolución del Consejo de la CNMV el 10 de julio de 2003 y posteriores modificaciones. Boletín Oficial del Estado, 18 julio 2003 (4-19)

Fuente: CNMV¹⁸

- **Consejo**

El órgano rector y autoridad máxima es el Consejo, compuesto por siete consejeros. El Presidente y el Vicepresidente, elegidos por el Gobierno; tres Consejeros nombrados por el Ministerio de Economía y Hacienda; y, el Director General del Tesoro y Política Financiera y el Subgobernador del BdE, cuya calidad será la de Consejeros natos.

Las funciones de este organismo, dentro de las que destacan la aprobación de Circulares y el nombramiento de Directivos, entre otras, se encuentran detalladas en el artículo 24 del TRLMV.¹⁹ Es importante recalcar además que de conformidad al Acuerdo de 26 de abril de 2017, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias, algunas de sus funciones se encuentran delegadas en el Presidente, Vicepresidente y Comité Ejecutivo.

- **Presidente**

El responsable del cargo ostentará la representación legal de la Comisión, además tendrá la calidad de Presidente de la CNMV, así como del Consejo y del Comité Ejecutivo.

- **Vicepresidente**

Sustituirá al Presidente cuando sea necesario y realizará las funciones que le sean delegadas, además de las detalladas en el artículo 13 del RRI de la CNMV.

- **Comité Ejecutivo**

Se conforma por cinco de los principales Consejeros. Tiene entre sus principales atribuciones la de preparar asuntos previamente a ser sometidos al Consejo y, eventualmente podrán convocar a sus reuniones a los Directivos cuando así lo requieran.

¹⁸CNMV. (s.f.) *Estructura Organizativa* [en línea] disponible en https://www.cnmv.es/portal/GPage.aspx?id=Organigrama_AA [consulta: 01 marzo 2018].

¹⁹ El artículo 24 del TRLMV señala que son facultades del Consejo de la CNMV:

- a) Aprobar las Circulares a que se refiere el artículo 21.
- b) Aprobar el Reglamento de régimen interior de la Comisión Nacional del Mercado de Valores a que se refiere el artículo 20.
- c) Aprobar el anteproyecto de presupuestos de la Comisión.
- d) Constituir el Comité Ejecutivo, regulado en el artículo 26.
- e) Nombrar a los cargos directivos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a propuesta de su Presidente.
- f) Aprobar los informes anuales a que se refiere el artículo 17.
- g) Aprobar o proponer todos aquellos asuntos que legalmente le corresponden.

La CNMV articula así mismo cuatro Direcciones Generales, cada una con sus departamentos, encargadas de cubrir todos los ámbitos que son competencia de este Comité²⁰.

- **Dirección General de Entidades**

Centra su función en la autorización y supervisión de empresas de servicios de inversión, instituciones de inversión colectiva, sociedades gestoras, entidades de capital riesgo, entre otras.

- **Dirección General de Mercados**

Vigila cuestiones inherentes a emisión de valores, participaciones significativas, auditoría de cuentas, información periódica, cumplimiento de normativa de abuso de mercado, etc.

- **Dirección General del Servicio Jurídico**

Desde nuestra perspectiva, esta Dirección constituye un eje fundamental dentro de la CNMV dado que al prestar un asesoramiento jurídico a los principales actos de la entidad, realiza también un importante control de legalidad.

El artículo 30 del RRI de la CNMV, establece las siguientes funciones de la Dirección General del Servicio Jurídico:

- “a) **Asesorar jurídicamente** al Presidente, al Vicepresidente, a los Consejeros y a las Direcciones Generales o Departamentos de la CNMV en el ejercicio de sus funciones.*
- b) Examinar, informar en derecho y, en su caso, elaborar las circulares, guías técnicas y resoluciones de la CNMV.*
- c) Informar jurídicamente los asuntos que se eleven a la aprobación, resolución o conocimiento del Consejo o del Comité Ejecutivo de la CNMV.*
- d) Informar en derecho los proyectos y anteproyectos de disposiciones relativos a la CNMV o aquellos otros que se sometan a su consulta.*
- e) Colaborar en la defensa en juicio de la CNMV.*
- f) **Instruir los expedientes sancionadores que correspondan a la CNMV.***
- g) Proponer la adopción de las medidas provisionales que resulten necesarias para asegurar la eficacia de las resoluciones en los procedimientos sancionadores.*
- h) Formular las **propuestas de resolución de los expedientes sancionadores.***
- i) Prestar auxilio, colaboración o asesoramiento a los Jueces y Tribunales en el ejercicio de sus funciones.*

²⁰ Rodríguez ob. cit.

j) Desarrollar las funciones inherentes a las Secretarías del Consejo, del Comité Ejecutivo y del Comité Consultivo de la CNMV.”²¹

Adicionalmente, contará con una Dirección General adjunta que desempeñará las funciones señaladas en los literales a) hasta j), es decir que será la Dirección encargada de la tramitación del procedimiento sancionador. Contará también con un Departamento de Inversores.

- **Dirección Nacional de Política Estratégica y Asuntos Internacionales**

Tiene como responsabilidad la coordinación y relaciones con otros órganos e instituciones de España, preparación de informes de proyectos, información estadística, etc.

1.1.5 Potestades de la CNMV

1.1.5.1 Potestad normativa

La CNMV tiene la facultad de emitir disposiciones que desarrollan lo establecido por los Reales Decretos u Órdenes del Ministerio de Economía y Hacienda, por medio de las denominadas Circulares, que deben ser aprobadas por el Consejo (Barrachina, 2011)²², tal y como se recoge en la legislación vigente donde el artículo 21.1 del TRLMV determina que la CNMV:

“(…) podrá dictar las disposiciones que exija el desarrollo y ejecución de las normas contenidas en los reales decretos aprobados por el Gobierno o en las órdenes del Ministro de Economía y Competitividad, siempre que estas disposiciones le habiliten de modo expreso para ello.”

En concordancia, el artículo 35 del RRI detalla el procedimiento de aprobación de tales instrumentos. Estas Circulares representan el último complemento de la normativa jerárquica superior y contribuyen a crear un mecanismo eficiente para ejecutar aquellas disposiciones, así mismo detallan el comportamiento de los intervinientes en el mercado para garantizar la estabilidad del mismo.

Además de las Circulares, la CNMV puede emitir “guías técnicas, dirigidas a las entidades y grupos supervisados, indicando los criterios, prácticas, metodologías o procedimientos que considera adecuados para el cumplimiento de la normativa” (artículo 21.3 del TRLMV). Todo esto con la finalidad del buen funcionamiento del mercado de valores.

²¹ España. Reglamento de Régimen Interior de la CNMV ob.cit.

²² Barrachina, E. (2011). *Derecho del Mercado de Valores*. 2nd ed. Madrid: Difusión Jurídica

Esta potestad representa una de las manifestaciones más evidentes de su autonomía, necesaria para que pueda desempeñarse favorablemente en el cumplimiento de las tareas encomendadas por la ley.

1.1.5.2 Potestad de supervisión, inspección y sanción

En esta potestad encontramos la verdadera esencia de la CNMV, distinta a la potestad normativa que más bien viene a ser accesoria a su función principal. En primer lugar, se encarga de supervisar el cumplimiento de la normativa vigente por parte de todos los participantes del mercado con la finalidad de garantizar que las operaciones se realicen dentro del marco legal. En el caso de las ESIs esta potestad tiene un alcance más amplio ya que además la CNMV es el órgano que otorga la autorización para que puedan operar siempre y cuando cumplan con los requisitos establecidos en el TRLMV

“(...) las funciones de la CNMV en materia de supervisión se refieren a cuatro ámbitos concretos de actividad: la verificación de las emisiones de valores, el control de la información disponible relacionada con los valores que se negocian en los mercados, la vigilancia de las conductas y actuaciones de los agentes en los mercados y en su relación con los inversores y, por último, la supervisión del cumplimiento de los requisitos organizativos y de solvencia de los intermediarios”²³

Esta labor de **supervisión** es planificada anualmente por la CNMV, determinando en que aspectos específicos se centrará, y de qué forma se ejecutará, todo esto se encuentra ampliamente detallado en el documento conocido como Procedimientos sobre la supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores (P01)²⁴.

Complementariamente, para cumplir plenamente con su cometido, la CNMV está en total capacidad de solicitar cualquier tipo de información a sus supervisados, ya sea documental o testimonial, incluso visitar físicamente las oficinas de los emisores o los intermediarios²⁵, de allí se desprende la potestad de **inspección**, que como vemos, está íntimamente relacionada con la supervisión. Para el efecto, la CNMV regula esta capacidad de solicitud y su forma de operar en el documento denominado Procedimiento para la formulación de requerimientos y solicitud de datos e informes a las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores (P02)²⁶.

²³ Rodríguez ob. cit. pág: 21

²⁴ CNMV. (2016). *Procedimientos sobre la supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores (P01)* del 20 de septiembre de 2016.

²⁵ Barrachina ob. cit.

²⁶ CNMV. (2016). *Procedimiento para la formulación de requerimientos y solicitud de datos e informes a las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores (P02)* de 20 de septiembre de 2016.

A través del ejercicio de estas potestades y como ente de control, la CNMV tiene la capacidad de ejercer su potestad sancionadora que se activa una vez que se han detectado irregularidades en los procesos realizados en el mercado por cualquiera de sus participantes; estas potestades se enlazan más claramente en el Capítulo II de este trabajo, no obstante, cabe mencionar que el régimen sancionador viene determinado a través de un proceso administrativo que ha de cumplir con una serie de etapas e instrumentos, encargados a diferentes organismos internos de la CNMV.

1.1.5.3 Potestad de información

Una de las formas de garantizar el mejor funcionamiento del mercado y por ende, proteger al inversor, consiste en hacer pública la información que posee la CNMV acerca de los participantes del mercado y sus operaciones, o en su defecto, exigir la publicidad de la misma a quienes la tengan.

Es a través de esta potestad que se evita “la defectuosa formación de precios a causa de una información inexistente, incompleta, defectuosa o asimétricamente distribuida” (Uría, 2007: 144)²⁷. La información referente a los balances y situación contable de los emisores se publica por medio de los registros de la CNMV, así como en los diferentes portales web de cada compañía, en un lugar donde sea de fácil acceso para el público.

La publicidad de información relevante es esencial para garantizar la protección del inversor, pues tiene tal consideración cuando representa un conocimiento que pueda afectar al inversor ya sea en la adquisición o transmisión de valores, en ese sentido, el artículo 228, numerales 2 y 3 del TRLMV determinan lo siguiente:

*“2. Los emisores de valores están obligados a **hacer pública y difundir**, en los términos que reglamentariamente se establezcan, inmediatamente al mercado toda **información relevante**. Asimismo remitirán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores esa información para su incorporación al registro oficial regulado en el artículo 238.*

*3. La **comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores** deberá hacerse simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho, se haya adoptado la decisión o firmado el acuerdo o contrato con terceros de que se trate. El contenido de la comunicación deberá ser veraz, claro, completo y, cuando así lo exija la naturaleza de la información, cuantificado, de manera que no induzca a confusión o engaño. Los emisores de valores difundirán también esta información en sus páginas de internet. No obstante, cuando la información relevante pueda perturbar el normal desarrollo de las operaciones sobre los valores del emisor o poner en peligro la protección de los inversores, el emisor deberá comunicar la información relevante, con carácter previo a su publicación, a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que la difundirá inmediatamente”.*

²⁷Uría, F. (2007). *Régimen jurídico de los mercados de valores y las instituciones de inversión colectiva*. Madrid: La Ley.

La difusión de esta información relevante representa una forma de evitar abuso de mercado por parte de aquellos que tienen una posición de control en las cotizaciones de valores de un emisor, frente a los inversores que de no ser por la publicidad de estos hechos, no tendrían los instrumentos necesarios para tomar decisiones.

Existen algunos supuestos en los que se permite el retraso en la publicación de información relevante, claro está, bajo la responsabilidad del propio emisor que debe probar los hechos que le impiden hacer pública la misma, de lo contrario podrán ser sujetos de una sanción administrativa.

c.- Autoridad Europea de Mercados y Valores

A nivel europeo, la entidad supervisora del mercado de valores es la Autoridad Europea de Mercados de Valores (AEMV) conocida en sus siglas en inglés como ESMA (European Security and Markets Authority). Constituye el órgano competente para vigilar el buen funcionamiento del mercado desde el 1 de enero del 2011 y tiene como principales objetivos:

“Protección de los inversores: *garantizar que las necesidades de los consumidores financieros queden mejor cubiertas y reforzar sus derechos como inversores, reconociendo, al mismo tiempo, sus responsabilidades.*

Orden de los mercados: *fomentar la integridad, transparencia, eficiencia y el correcto funcionamiento de los mercados financieros, así como una robusta infraestructura de mercado.*

Estabilidad financiera: *consolidar el sistema financiero para que pueda resistir perturbaciones y resolver desequilibrios financieros, e impulsar el crecimiento económico”* (Unión Europea, s.f)²⁸.

La AEMV desempeña un papel más de regulador que de sancionador, es el encargado de redactar un código normativo único para los mercados financieros de la UE, así como de emitir avisos sobre riesgos a los inversores y potencializar la eficiencia de cada supervisor nacional. Esto se hace posible gracias a la conformación de su Consejo de Administración, integrado por los representantes de las autoridades de los 28 países miembros de la UE y de los ocho departamentos especializados en diferentes áreas que posee:

- Asuntos corporativos
- Inversores
- Legal
- Mercados
- Análisis de riesgos
- Recursos
- Supervisión

²⁸ Unión Europea. (s.f.). *Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)* [en línea] disponible en https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_es [consulta: 28 febrero 2018].

- Brexit

Llama la atención la existencia de un departamento encargado del Brexit, esto da cuenta de la trascendencia que dicha separación implica para ESMA, tanto que ha visto la necesidad de tomar medidas oportunas tras el anuncio de retirada del Reino Unido de la UE, al tratarse de una fragmentación que indudablemente afecta a los participantes del mercado que se sitúan en ese lugar.

Además, uno de los objetivos de la AEMV consiste en lograr una aplicación homogénea de la legislación en materia de mercado de valores en la UE, a través de la emisión de directrices, opiniones y las Preguntas y Respuestas que permiten a cada autoridad nacional llevar a cabo una supervisión más eficaz y en concordancia con el resto de países miembros (CNMV, 2018)²⁹

En ese sentido, encontramos una serie de directivas, en diferentes ámbitos entre las que destacan las referentes a abuso de mercado, sobre ESIs, sobre emisoras y cotizadas, sobre infraestructura de mercados, MIFID³⁰, entre otras, las cuales deben ser acogidas por las autoridades nacionales.

A manera de ejemplificar mejor la función de las directrices, hemos tomado algunas publicadas en la página web de la CNMV³¹ sobre MIFID, que consideramos es una de las temáticas más importantes por haber revolucionado el sistema financiero europeo, a continuación se citan las más recientes:

- Directrices sobre requisitos de gobierno de productos de MiFID II (02.06.2017).
- Directrices sobre la comunicación de operaciones, registros de órdenes y sincronización de relojes en virtud de la Directiva MiFID II. (02.10.17)
- Directrices sobre calibración de mecanismos de gestión de volatilidad y publicación de interrupciones de la negociación en virtud de la Directiva MiFID II. (27.06.2017).
- Directrices sobre prácticas de venta cruzada (11.07.2016). "Estas directrices serán de aplicación a partir del 3 de enero de 2018.
- Directrices para la evaluación de conocimientos y competencias (22.03.2016).
- Directrices sobre instrumentos complejos de deuda y depósitos estructurados (04.02.2016).

²⁹ CNMV. (2018). Boletín Internacional [en línea] disponible en http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=0&jera_id=0&cont_id=562 [consulta: 20 abril 2018]

³⁰ Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, **MiFID** (Markets in Financial Instruments Directive)

³¹ CNMV. Guías-Recomendaciones de ESMA/EBA [en línea] disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Gpage.aspx?id=LegESMA> [consulta: 20 abril 2018]

Consideramos oportuno explicar una de las directrices arriba mencionadas para dejar en claro la función que cumplen, para ello tomaremos las *Directrices para la evaluación de conocimientos y competencias*³² que se aplicarán tanto a las autoridades competentes como a las ESIs a partir del 3 de enero de 2018

Su objetivo es establecer normas mínimas que permitan evaluar y los conocimientos del personal de las ESIs para que puedan brindar un mejor asesoramiento a sus clientes, una de ellas es:

*“...conocer las características, riesgos y aspectos esenciales de los productos de inversión que ofrece la sociedad, incluidas cualquiera implicaciones fiscales generales y gastos en que vaya a incurrir el cliente en el contexto de las operaciones.”*³³

De esta forma se pretende fortalecer la protección al inversor, no sólo a través de la determinación de estas normas, sino también por medio de ejemplos prácticos que permiten una mejor aplicación de la directriz, además, la AEMV complementa tal información con la disponibilidad de realizar preguntas, algunas publicadas en los documentos denominados Questions and Answers (preguntas y respuestas) donde desarrollan de forma más didáctica sus directivas y demás normativa, así como también resuelven dudas de interés común.

Es apreciable que el mercado de valores forma parte de un sistema organizado, fruto del proceso de integración financiera que ha atravesado la UE durante los últimos años a raíz de la crisis que se inició en 2008 y que prácticamente acaba con el euro. De allí la importancia de los órganos supervisores quienes buscan devolver la confianza en el mercado a los inversores, protegiendo sus intereses.

1.1.6 Intervinientes

La CNMV constituye el órgano supervisor y sancionador del mercado de valores español, en el cual participan los emisores de valores, los intermediarios y por supuesto, los inversores, cada uno desempeñando un papel diferente como a continuación se analiza:

a.- Emisores de valores

Personas jurídicas habilitadas para ser partícipes del mercado de valores, a través de la producción de valores cuyo objetivo es captar financiación. Por norma general los emisores se constituyen como sociedades anónimas, y decimos generalmente porque hay algunas excepciones, como por ejemplo los fondos de inversiones que emiten

³² ESMA (2016). Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias. [en línea] disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_es.pdf [consulta: 20 abril 2018]

³³ Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias ob cit.

participaciones y también otras entidades con capacidad para emitir valores como universidades y arzobispados³⁴.

Quienes emitan valores y los saquen a mercado deben sujetarse a las disposiciones pertinentes establecidas en el TRLMV, excepto aquellos emisores públicos que están exentos de cumplir con los requisitos determinados tanto para emitir valores en el mercado primario en lo referente a presentar un folleto de oferta pública, como en el mercado secundario en lo referente a los requisitos de información necesarios para la admisión al mercado.

En esta ocasión nos ocuparemos únicamente de los emisores privados, en específico de las sociedades anónimas que, además de incluir a aquellas compañías con un objeto social genérico, se encuentran los bancos, las ESI que se han constituido bajo esta figura y los establecimientos financieros de crédito.

Además de atender a las disposiciones indicadas en el TRLMV, los emisores deben registrarse al apartado acerca de sociedades anónimas cotizadas del vigente Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio³⁵ (en adelante LSC) en su Capítulo XIV. Sobre la representación de acciones en sociedades cotizadas, el artículo 496 de la normativa en mención indica:

- “1. Las **acciones** y las obligaciones que pretendan acceder o permanecer admitidas a **cotización** en un mercado secundario oficial de valores habrán de representarse necesariamente por medio de **anotaciones en cuenta**.
2. Tan pronto como los valores se representen por anotaciones en cuenta, los títulos en que anteriormente se reflejaban quedarán amortizados de pleno derecho, debiendo darse publicidad a su anulación mediante anuncios en el Boletín Oficial del Registro Mercantil, en los correspondientes a las Bolsas de Valores y en tres diarios de máxima difusión en el territorio nacional.
3. El Gobierno, previo informe de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, fijará los plazos y el procedimiento para la representación por medio de anotaciones en cuenta de las acciones cotizadas.”

Actualmente, los derechos sobre los valores ya no se encuentran respaldados en títulos físicos, sino a través de anotaciones en cuenta, lo que evidentemente facilita la operativa en cuanto a la transmisibilidad de los mismos en el mercado. El depositario central de los registros de los valores negociables es Iberclear.

Existe una operativa importante realizada por los emisores que bien merece mención adicional, pues puede utilizarse como mecanismo de manipulación conocida como autocartera. Se denomina autocartera a las operaciones de compra o venta que realizan los emisores de sus propias acciones en el mercado, de forma anónima a través de un intermediario, lo que produce graves efectos que confunden al inversor, por un

³⁴ Tapia ob. cit.

³⁵ España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, 3 de julio de 2010. (161).

lado, los valores aparentan tener más liquidez de la que tienen en realidad y por otro, distorsionan la libre formación de precios en el mercado.

Para evitar irrumpir con el equilibrio del mercado y nuevamente, proteger al inversor, la CNMV ha emitido algunas recomendaciones plasmadas en el documento denominado Criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera del 18 de julio de 2013³⁶, en el cual incita a los emisores e intermediarios cumplir y verificar que se cumplan los siguientes criterios en las operativas de autocartera que realice una entidad cotizada a través de un intermediario.

- **Volumen.-** El volumen diario contratado no debería superar con carácter general el 15% del promedio diario de contratación de compras en las 30 sesiones anteriores, podría llegar al 25% cuando las acciones vayan a ser utilizadas como contraprestación en la compra de otra sociedad o para su entrega en canje en el marco de un proceso de fusión.
- **Tiempo.-** No introducir órdenes durante los períodos de subasta de apertura o cierre, ni durante el intervalo de tiempo en el que el emisor decida retrasar la publicación de información relevante, tampoco 15 días antes de la publicación de información financiera del emisor.
- **Organización interna y control de la actividad.-** El emisor debe nombrar un responsable en la entidad encargado únicamente de gestionar la autocartera, quien debe comunicar mensualmente a la comisión de auditoría acerca de las transacciones realizadas.

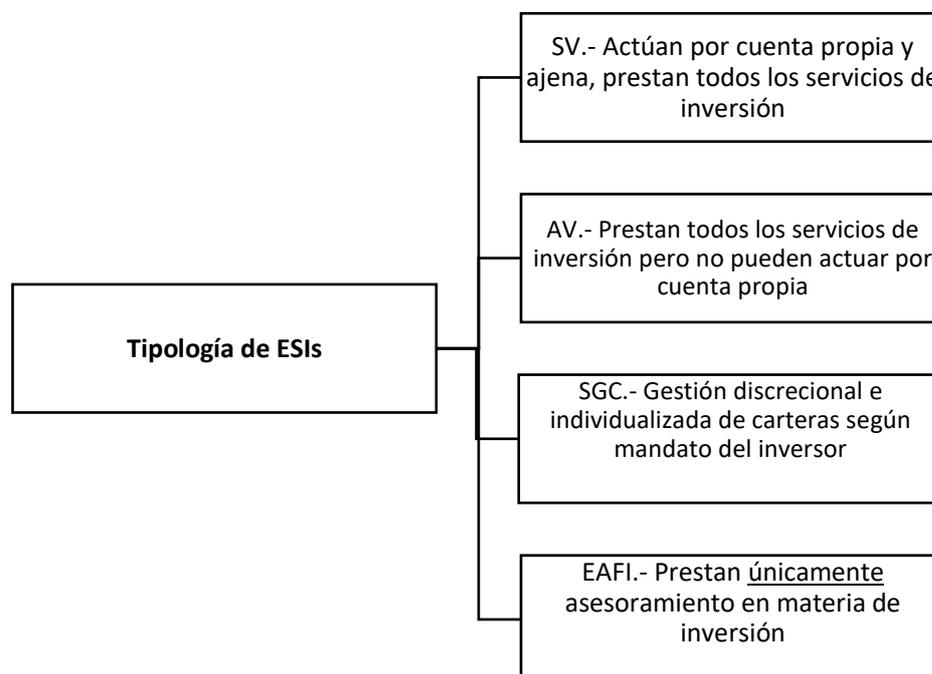
De manera general, el valor de autocartera no puede ser superior al 10% del capital suscrito por el emisor.

b.- Intermediarios

En España existen dos clases de intermediarios, aquellos que son miembros del mercado y por ende pueden recibir y ejecutar órdenes de sus clientes o inversores y, aquellos que no son miembros del mercado y sólo pueden recibir órdenes, las cuales deben ser transmitidas a un miembro para que las ejecute. La autorización para ser miembro del mercado corresponde a la CNMV, de esta forma, solo aquellas ESI que dispongan tal autorización podrá ejecutar ordenes directamente, las demás deben limitarse a recibirlas, sin importar bajo qué tipología se hayan constituido.

³⁶ CNMV. (2013). Criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera [en línea] disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/criteriosautocartera130718esp.pdf [consulta 1 marzo 2018]

Gráfico 3. Tipología de ESIs



Fuente: Elaboración propia

Las sociedades de valores (en adelante SV), agencias de valores (en adelante AV), sociedades gestoras de carteras (en adelante SGC) y las empresas de asesoramiento financiero (en adelante EAFI) son “sociedades anónimas con objeto social exclusivo y limitado a las actividades que les atribuye la LMV” (Escudero, 2002: 40)³⁷, en este caso nos sujetamos a las disposiciones de la legislación vigente, es decir el TRLMV, en cuyo artículo 140 se detallan los servicios y actividades de inversión que pueden llevar a cabo de forma general los intermediarios, tomando en cuenta que únicamente las SV y las AV pueden desempeñarse en todos ellos, las demás se encuentran limitadas a las actividades mencionadas en el gráfico No. 3

“Se considerarán servicios de inversión los siguientes:

- a) La **recepción y transmisión** de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.
Se entenderá comprendida en este servicio la puesta en contacto de dos o más inversores para que ejecuten operaciones entre sí sobre uno o más instrumentos financieros.
- b) La **ejecución** de dichas órdenes por cuenta de clientes.
- c) La **negociación** por cuenta propia.
- d) La **gestión discrecional e individualizada de carteras** de inversión con arreglo a los mandatos conferidos por los clientes.
- e) La **colocación de instrumentos financieros** sin base en un compromiso firme.

³⁷ Escudero, M. (2002). *Análisis sectorial del mercado de valores*. Coruña: Netbio

- f) El aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme.
- g) El asesoramiento en materia de inversión (...).
- h) La gestión de sistemas multilaterales de negociación.
- i) la gestión de sistemas organizados de contratación.”

c.- Inversores

Se define como aquella persona física o jurídica que adquiere o transmite valores en el mercado, pero puede ser visto desde diferentes ópticas según Tapia³⁸:

- **Como inversor:** Adquiere los valores o instrumentos financieros desde su inmaterialidad, cuyo valor económico puede determinarse únicamente a través de un proceso de acopio y evaluación de la información.
- **Como cliente:** Porque los intermediarios ponen a su disposición los servicios de inversión que están autorizados a ofertar y él hace uso de ellos a través del pago de la correspondiente comisión.
- **Como consumidor:** Para que tenga tal denominación es necesario determinar si aparece como destinatario final de los bienes adquiridos.

Como en un principio se mencionó, la legislación ha visto la necesidad de clasificar a los inversores en profesionales y minoristas, siendo estos últimos quienes mayor protección reciben en razón de su naturaleza, así encontramos que en el TRLMV se considera un inversor minorista, todo aquel que no tenga la calidad de profesional, para lo cual es necesario conocer quiénes son los ostentan la denominación de profesionales, para lo cual acudimos al artículo 205 del cuerpo normativo antes dicho:

1. ° las entidades de crédito,
2. ° las empresas de servicios de inversión,
3. ° las entidades aseguradoras o reaseguradoras,
4. ° las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras,
5. ° las entidades de capital-riesgo, otras entidades de inversión colectiva de tipo cerrado y las sociedades gestoras de entidades de inversión colectiva de tipo cerrado,
6. ° los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras,
7. ° los fondos de titulización y sus sociedades gestoras,
8. ° los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales.

³⁸ Tapia ob.cit.

b) Los Estados y Administraciones regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar.

c) Los empresarios que individualmente reúnan, al menos, dos de las siguientes condiciones:

1. ° que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros;

2. ° que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros;

3. ° que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.

d) Los inversores institucionales que, no estando incluidos en la letra a), tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros.”

Se presume que todos los clientes que se encuentran dentro de esta categoría tienen los conocimientos y experiencia suficientes para realizar transacciones en el mercado con total conciencia de los riesgos que ello implica, sin embargo, eso no significa que se les impida solicitar un tratamiento diferente y por ende, mayor protección.

En el caso de los servicios de comercialización y asesoramiento prestados por las ESIs, es indispensable realizar un test ya sea de conveniencia o de idoneidad al cliente minorista, en orden de determinar el producto más adecuado a sus objetivos y su situación financiera. Cuando hablamos de asesoramiento, es necesaria la aplicación del test de idoneidad, un test mucho más complejo y con mayor información que el test de conveniencia aplicado al servicio de comercialización, puesto que el intermediario requiere de información precisa para realizar una recomendación personalizada al cliente.

Para una mejor comprensión a continuación presentamos un gráfico elaborado por la CNMV en su guía informativa *Qué debe saber de sus derechos como inversor*, donde se explica de manera clara las situaciones en las que los intermediarios deben aplicar los test antes dichos, con la finalidad de garantizar al inversor un servicio adecuado a su perfil y a sus intereses en el mercado.

Gráfico 4. Actuaciones de las ESIs frente a posibles inversores



Fuente: CNMV³⁹

Los requerimientos que interpone MIFID para las ESIs tienen el objetivo de proteger al cliente, por ello se establece la necesidad de realizar los test antes mencionados, especialmente si se trata de encontrar un producto que se acomode a la situación financiera y la experiencia del inversor, que estime su tolerancia al riesgo y le permita alcanzar sus objetivos.

1.2 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES

A lo largo de este capítulo hemos realizado un recuento de la historia del mercado de valores español, hasta llegar a su estado actual, lo que da cuenta del desarrollo que ha

³⁹CNMV. (2008). *Qué debe saber de sus derechos como inversor* [en línea] disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_mifid.pdf

experimentado en los últimos años y que ha dado paso a la creación de diferentes mercados, no sólo el típico mercado regulado representado por la bolsa de valores, como sucede en otros países, por ejemplo Ecuador, como se verá a continuación, sino que se han creado mercados que responden a las distintas necesidades de la economía española dentro de un sistema globalizado, eso sin mencionar la extraordinaria arquitectura reguladora y supervisora que se ha renovado a partir de la crisis financiera del año 2008.

En el ámbito nacional, la CNMV ha sabido delegar las diferentes funciones que tiene a su cargo a los departamentos especializados que forman parte de ella, y eso sin duda se ve reflejado en la eficiencia con la que funciona este órgano. Por su parte la AEMV juega así mismo un papel crucial en la estabilidad del mercado de valores europeo, a través de la emisión de sus directivas orientadas a lograr una aplicación uniforme de las normas en esta materia en todos los países miembros.

De esta forma, se puede determinar que el trabajo conjunto entre CNMV y AEMV ha sido la base para devolver la confianza al inversor en el mercado de valores y por ende, mantener la dinámica en la economía, pues al fin y al cabo, todo se reduce al inversor. Parecería que las grandes empresas son las protagonistas del mercado, sin embargo, que sería de ellas si los inversores no inyectaran capital cada vez que necesitan financiación, ni siquiera serían necesarias las ESIs, y es precisamente por ello que la normativa y los órganos supervisores y reguladores otorgan ese nivel de protección al inversor.

Finalmente quisiéramos reiterar la importancia de la existencia de diferentes mercados donde invertir, pues es una forma de que en primer lugar, las empresas que no cuenten con los requisitos tan estrictos que se solicitan para cotizar en un mercado regulado oficial, puedan acceder también a financiación, y en segundo lugar, da apertura para que el inversor pueda elegir invertir en el instrumento o mercado que se adecúe mejor a sus intereses. Claro está que todo esto no sería posible sin la estructura normativa existente, tan bien desarrollada a través de sus diferentes niveles y por supuesto, la eficiencia con la que se desempeña el órgano supervisor nacional y el órgano regulador comunitario.

1.3 EL MERCADO DE VALORES EN ECUADOR

Antes de exponer la sistemática del mercado de valores en Ecuador, es pertinente realizar ciertas precisiones que permitan ubicar en un contexto generalizado a dicho país.

Ecuador se sitúa en América del Sur, su moneda es el Dólar y de acuerdo al ranking de competitividad global del Foro Económico Mundial (FEM): en el año 2017 se ubicó en el puesto 97 de 137 economías, con un índice de competitividad global (ICG) de 3,91(Wong, 2017),⁴⁰ a diferencia de España que se encuentra en el puesto 34.

⁴⁰ Wong, S., (2017) Ecuador cae seis puestos en ranking mundial de competitividad. *Gestión Digital* [en línea]. Disponible en: <http://www.revistagestion.ec/investigacion-analisis/ecuador-cae-seis-puestos-en-ranking-mundial-de-competitividad>

Adicionalmente Ecuador reportó en el año 2016 cifras del PIB por USD 97.8 miles de millones, a comparación de España con USD 1.232 billones.

Estos breves datos permiten dimensionar la diferencia entre Ecuador y España, diferencia que no pasa desapercibida en cuanto a estructuración del mercado de valores, puesto que al ser el primero un país de menor desarrollo, así también lo es su mercado de desintermediación financiera.

1.3.1 Evolución Histórica

En el año de 1906, bajo el gobierno del Presidente Eloy Alfaro se expide el Código de Comercio de la República del Ecuador; el mismo determina en su artículo 3 que:

“Son **actos de comercio**, ya de parte de todos los contratantes, ya de parte de alguno de ellos solamente:

9. Las operaciones de banco.

10. Las operaciones de correduría.

11. **Las operaciones de bolsa**”.⁴¹

Si bien existió un Código de Comercio expedido en el año 1882, es el de 1906 el instrumento que marca la pauta hasta el día de hoy en cuanto a materia mercantil se refiere. Llama la atención el sistema empleado para la época, en cuanto a la primera bolsa de valores, definida de la siguiente manera:

“Art. 60 **Bolsa de comercio** es la lonja o sitio público en que se **reúnen los comerciantes o personas que se dedican al tráfico y giro mercantil**, y los agentes de comercio para tratar y negociar con sujeción a lo que prescriban la Ley y los reglamentos, y **bajo la inspección de la Autoridad pública**.”⁴²

De esta forma resulta evidente que la comercialización de valores se realizaba exclusivamente de forma física y bajo la concurrencia pública de todo aquel que estuviera interesado, mecánica que a través del tiempo cambiaría totalmente.

Uno de los hitos más importantes en el desarrollo del mercado de valores ecuatoriano se produjo en el año 1935 con la creación en Guayaquil de la Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A., antecesora a las que posteriormente constituirían las dos únicas bolsas de valores en el país. Esta primeriza institución feneció en el año 1936, debido a la minúscula oferta de títulos valores, una reducida capacidad de ahorro del país, la escasa instrucción del público en ese tipo de inversiones financieras, una decadente estructura industrial del país y alteraciones de orden político propias de la época (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2018)⁴³.

⁴¹ Ecuador. Código de Comercio. Escuela de Artes y Oficios. 20 de agosto de 1960, p. 3

⁴² ibídem, p. 19

⁴³ Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2018) *Historia del mercado de valores ecuatoriano* [en línea] disponible en: <https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Informacion/Historia>

En el año de 1955 se crea la Comisión Nacional de Valores, pero en el año de 1964, se transformó en Comisión de Valores – Corporación Financiera Nacional. La función principal de esta entidad consistía en la concesión de crédito y al desarrollo industrial, y que tenía solamente como una más de sus múltiples actividades la de promover la creación de las bolsas de valores (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2018)⁴⁴.

De ahí que en el año 1970, se produce la creación de la Bolsa de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil, formalizándose de esta manera el mercado de valores en el Ecuador.

En 1993, se expide la primera Ley de Mercado de Valores, en donde se establece que las Bolsas de Valores deben ser corporaciones civiles y dispone la transformación jurídica de las compañías anónimas (Bolsa de Quito, 2018)⁴⁵. Pero en 1998 la norma sufre una modificación, esta nueva reglamentación permanece vigente hasta el año 2006.

En la actualidad la Ley de Mercado de Valores (en adelante LMVE) se encuentra incorporada en el Libro II del Código Orgánico Monetario y Financiero, y su ámbito de aplicación comprende:

*“Art. 1.- La presente Ley tiene por objeto **promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente**, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.*

El ámbito de aplicación de esta Ley abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, las bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores.

También son sujetos de aplicación de esta Ley, el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías, como organismos regulador y de control, respectivamente”. (2006)⁴⁶

1.3.2 Principios configuradores

El artículo innumerado de la LMVE prevé como principios rectores los siguientes:

1.3.2.1 La fe pública

⁴⁴Ibidem

⁴⁵ Bolsa de Quito (2018) *Historia institucional* [en línea] disponible en: <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/timeline/>

⁴⁶ Ecuador. Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II Ley Mercado Valores. Registro Oficial Suplemento 215 de 22 de febrero 2006.

Para Guillermo CABANELLAS la fe pública es:

“...la veracidad, confianza o autoridad legítima o atribuida a notarios, secretarios judiciales, escribanos, agentes de cambio y bolsa, cónsules y otros funcionarios públicos, o empleados y representantes de establecimientos de igual índole, a cerca de actos, hechos y contratos realizados o producidos en su presencia; y que se tienen por auténticos y con fuerza probatoria mientras no se demuestre su falsedad. El mismo autor precisa que como expresión laudatoria de esa prerrogativa está la inscripción que ostentan los notarios en medalla peculiar: “*Nihil prius fide*” (nada antes que la fe)”.⁴⁷

Existen ciertas actuaciones que comportan por su naturaleza la materialización de documentos ante el fedatario público llamado notario. Entre los actos que determina la LMVE está la constitución de un fondo, emisiones de obligaciones sindicadas, obligaciones convertibles, etc.

Un punto en común que en cualquiera de los casos se encuentra, es que la exigencia de escritura se produce en el mercado primario, circunstancia por demás lógica dado que con dichos documentos, debidamente certificados y elevados al carácter de documento público deberá procederse a la respectiva inscripción en el Registro de Mercado de Valores.

1.3.2.2 Protección del inversionista

La protección al inversionista implica fundamentalmente la verificación de la aplicación de correctas políticas de gobierno corporativo, de manera que la organización empresarial permita una gestión independiente, objetiva e imparcial.

El Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa IEGC, creado en el año 2015 tiene precisamente la misión ser el referente nacional en la promoción y difusión de prácticas de gobierno corporativo.

1.3.2.3 Transparencia y publicidad

El Reglamento General a la Ley de Mercado de Valores de Ecuador (en adelante RGLMV) manda con relación a la publicación de información:

“Art. 10.- De la información pública
La Superintendencia de Compañías mantendrá un Centro de Información, que de manera directa o por delegación receptorá, procesará y difundirá información de los intervinientes en el Mercado de Valores, que permita dar a los interesados información calificada como pública y oportuna.

⁴⁷ Cabanellas G., *Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual*, tomo III, D.E, 21ª Edición. Buenos Aires- República Argentina: Editorial Heliasta S.R.L. p. 196

Para el efecto, el C.N.V., mediante norma de carácter general, determinará la forma y periodicidad del envío de la información por parte de las entidades que participen en el mercado de valores al amparo de la Ley” (1998)⁴⁸.

Todo inversor razonable buscará el acceso a la información que le permita conocer el estado de la compañía en la que tiene interés, de ahí que el medio de información directa sea el portal de la Superintendencia de Compañías y Valores (en adelante Superintendencia).

1.3.2.4 Información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna

En concordancia con el principio de protección al inversor y de transparencia y publicidad de la información es necesario que ésta sea mucho más que pública. Tanto para el inversor como para los organismos de control la información debe estar clara y ser la pertinente, a fin de que no genere ninguna confusión que pueda inducir a error; o por el contrario, sea información que no contribuye a dar una idea clara del estado de la compañía.

1.3.2.5 La libre competencia

La libre competencia representa la libertad de decisión de los que participan en el mercado, en un contexto en el que las reglas de juego son claras para todos y se cumplen efectivamente. La libre competencia se basa fundamentalmente en la libertad de elección tanto para el consumidor como para el productor (Derecho.com, 2018)⁴⁹. En el ámbito del mercado de valores la defensa de la libre competencia deberá prevenir posibles prácticas que por fuera del ejercicio normal de la oferta y demanda, alteren alguno de éstos.

Manuel Somoza (Huerta, 2016)⁵⁰, destaca además que es importante la libre competencia bursátil, en virtud de la cual exista una pluralidad de Bolsas de Valores que desconcentren un monopolio bursátil. Hay que matizar este punto de vista entendiendo también que la efectividad y la posibilidad de que se desarrollen una mayor cantidad de mercados secundarios cualquiera que estos sean tienen relación directa al tamaño del mercado en donde se encuentren, es decir a la existencia de un suficiente volumen de valores que satisfaga a los inversores.

1.3.2.6 Tratamiento igualitario a los participantes del mercado de valores

Ha de entenderse que todos los partícipes del mercado de valores deben estar en igualdad de condiciones al momento de participar, dentro de lo que se incluye no realizar

⁴⁸ Ecuador. Reglamento General de la Ley de Mercado de Valores. Registro Oficial 87 de 14 de diciembre de 1998

⁴⁹Derecho.com(2018) *Libre competencia* [en línea] disponible en: https://www.derecho.com/c/Libre_competencia

⁵⁰ Huerta E., (2016) Es sana la libre competencia bursátil: Manuel Somoza. *El Economista* [en línea]. Disponible en: <https://www.economista.com.mx/mercados/Es-sana-la-libre-competencia-bursatil-Manuel-Somoza-20160523-0142.html>

distinciones en cuanto al acceso de información, al acceso a los mercados ni tampoco distinciones subjetivas que puedan traducirse en sesgos.

1.3.2.7 La aplicación de buenas prácticas corporativas

Es una tendencia y una necesidad globalizada fortalecer los gobiernos corporativos de todas las sociedades, el devenir de la historia ha demostrado la importancia que recae sobre estos organismos y no solo en el impacto que tiene sobre la misma sociedad sino también dentro de un espectro más amplio como es la economía nacional, por cuanto la empresa es una fuente generadora de empleo, riqueza y bienestar no solamente para sus miembros sino para el conjunto de la colectividad (Buen Gobierno Corporativo, 2011)⁵¹.

En Ecuador y en América Latina las empresas han sufrido importantes crisis que ameritaron un estudio profundo de medidas que permitan salvaguardar su funcionamiento, por ello alrededor del año 2003 diferentes organismos de Venezuela, Colombia, Perú y España publicaron los “Lineamientos para un Código Andino de Gobierno Corporativo” que se consideró un hito y guía de altos estándares de gobierno corporativo.

1.3.2.8 Respeto y fortalecimiento de la potestad normativa de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, con sujeción a la Constitución de la Republica, las políticas públicas del Mercado de Valores y la Ley

En los títulos siguientes se desarrolla con mayor detalle el papel de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera (en adelante la Junta), no obstante, se adelanta que dicho organismo tiene como objetivo permitir al Estado ejercer su papel regulador y supervisor de la política monetaria, crediticia, cambiaria, financiera y de seguros y valores. Bajo lo cual la facultad normativa del referido organismo orienta a estos sectores de la mano con el camino que se busca para la economía de la nación, impulsando la participación de sectores determinados, la creación o crecimiento de mercados específicos, etc.

1.3.2.9 Promover el financiamiento e inversión en el régimen de desarrollo nacional y un mercado democrático, productivo, eficiente y solidario

Resulta un tanto complejo dar una interpretación atinada de este principio, sobre todo cuando se encuentra cierta terminología un tanto soñadora.

En su primera parte el legislador acierta cuando busca promover el financiamiento e inversión; naturalmente es esa la primerísima función de los mercados de valores, por lo tanto promover la inversión es también promover el crecimiento de estos mercados y generar desarrollo nacional.

⁵¹ Buen Gobierno Corporativo (2011) *Memorias del Programa de Buen Gobierno Corporativo* [en línea] Bolsa de Valores de Quito y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) disponible en: <<http://www.iegcc.ec/publicaciones/MemoriasGobierno.pdf>>

En una segunda parte se califica al mercado como “democrático”, término que se identifica como una conformación teórica del mercado determinado en que el poder se encuentra altamente distribuido y diseminado socialmente entre todos los sujetos de acción económica, repartido entre una infinidad de actores sociales, desconcentrado y descentralizado (Uvirtual. Net Campus Libre de Universitas NC, 2018).⁵²

Por otra parte, parece olvidarse que el mercado de valores no es una constante y que por el contrario genera múltiples incertidumbres a sus partícipes, por lo cual ha de entenderse relacionado al espectro más amplio del mercado.

Ahora, tampoco es adecuado caracterizar al mercado como solidario parecería no responder a la realidad y a la práctica, considerando que el inversor y el empresario por igual buscan obtener beneficios individuales, descartando cualquier carácter “solidario” del mercado.

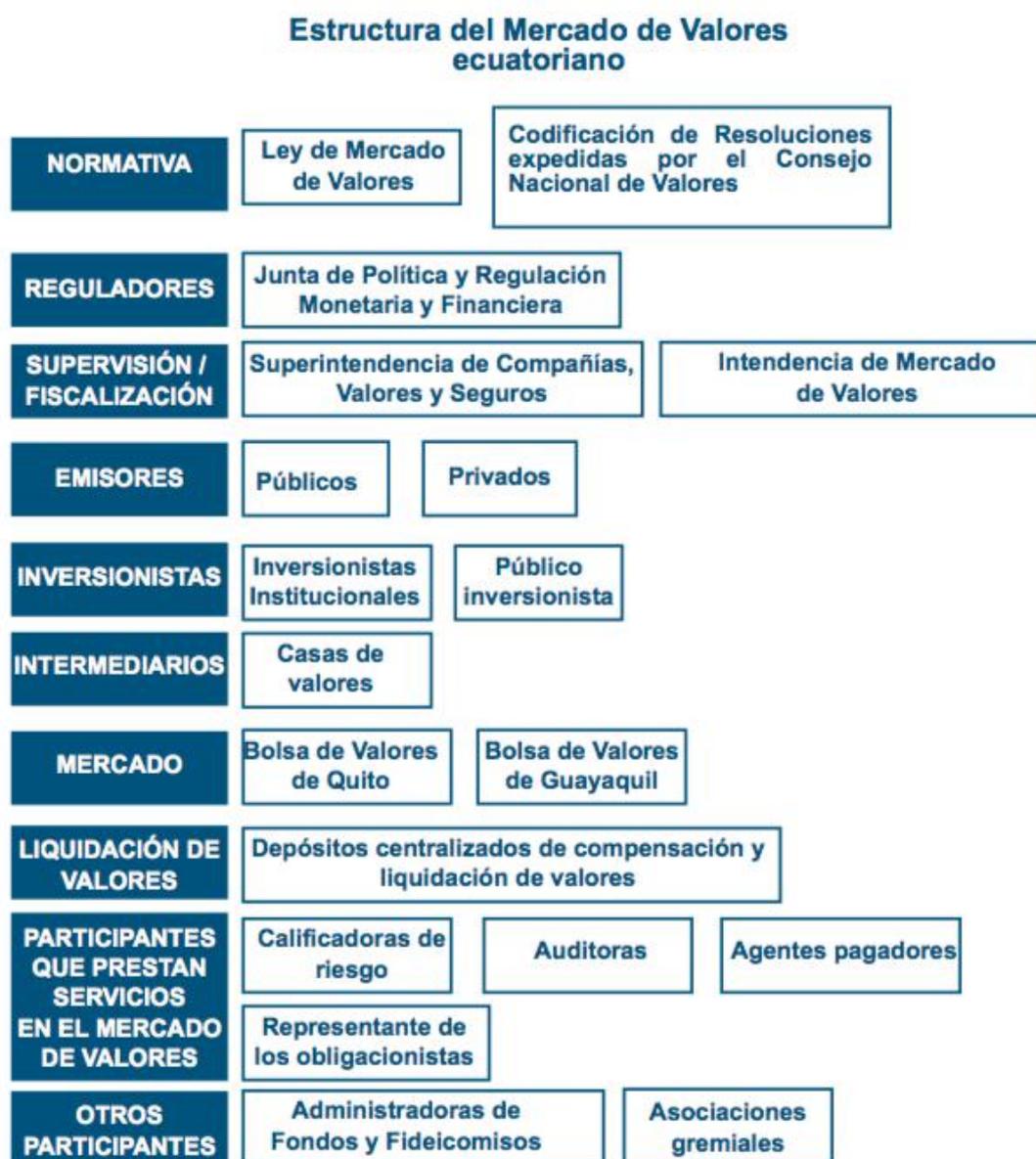
1.3.3 Estructura y composición

Como todo sistema regulado, el mercado de valores en Ecuador parte de una normativa específica, desde la cual se origina un entramado sistema que permite llevar a cabo operaciones de valores dentro las que intervienen diferentes actores, y cuya legalidad es vigilada por los correspondientes organismos supervisores.

En el siguiente esquema podemos observar la estructura más completa del mercado de valores:

⁵² Uvirtual. Net Campus Libre de Universitas NC (2018) *Mercado Democrático* [en línea] disponible en: <<http://www.uvirtual.net/es/node/431>>

Gráfico 5. Estructura del Mercado de Valores Ecuatoriano



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

El mercado de valores es un mecanismo en el que concurren los ciudadanos y las empresas para invertir en valores que le produzcan eventualmente una ganancia o para captar recursos financieros de aquellos que lo tienen disponible (Córdoba, 2015: 20-21).⁵³

Con base en lo manifestado por Córdoba Padilla, es posible señalar que aun siendo un mercado de capitales excluye al mercado bancario, dejando que la relación se produzca directamente entre los inversores de renta y las empresas para lograr su productividad.

⁵³ Córdoba Padilla M., (2015) Mercado de Valores. 1ra Edición. Bogotá: Ecoe ediciones. P. 20-21

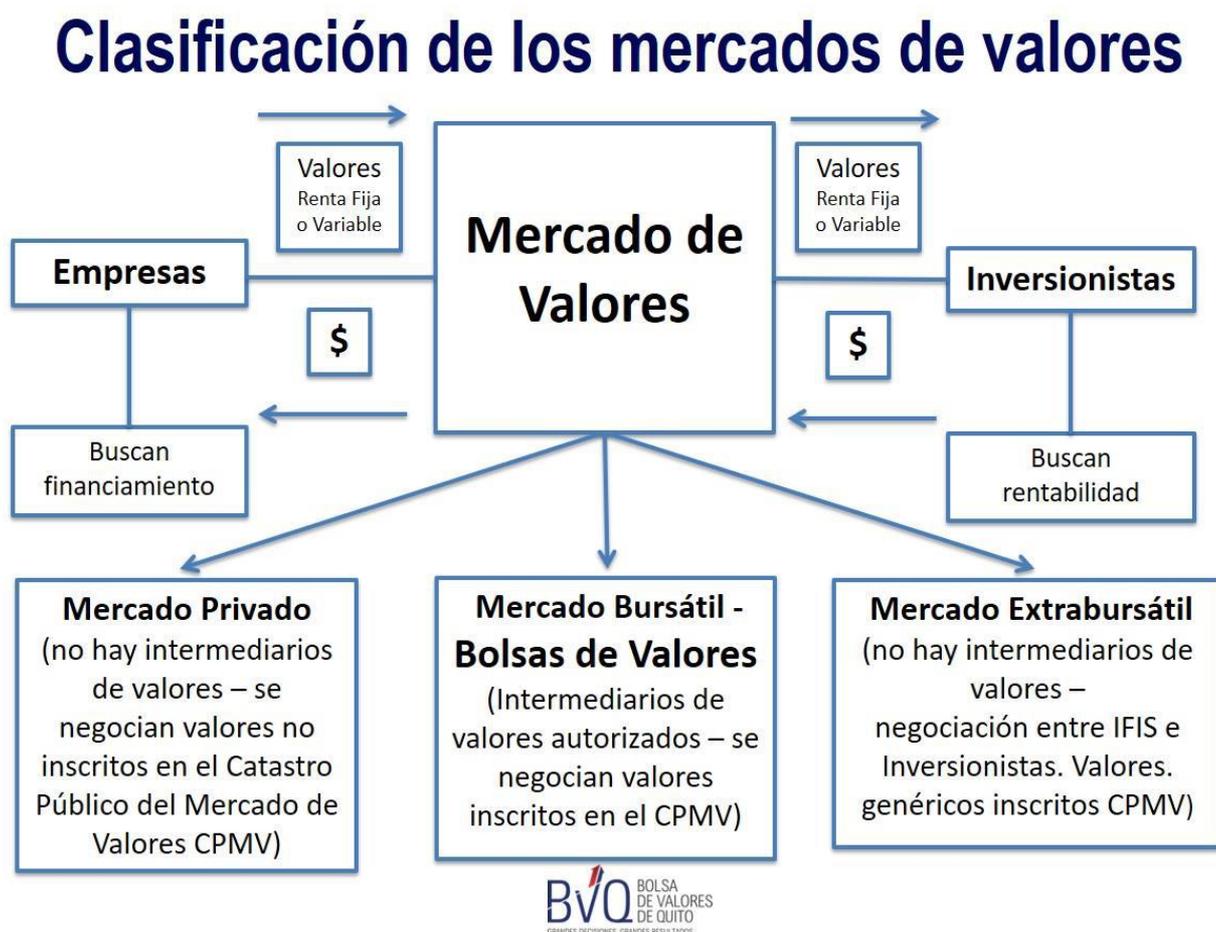
Dejando sentada esta primera precisión se puede continuar el análisis recordando que como en todo mercado de comercio, no existe una homogenización dado que la variedad de productos y de medios en los que es posible interrelacionarse para efectuar estas relaciones mercantiles, deja abierto un amplio abanico de posibilidades que han buscado delimitarse.

Al respecto, la LMVE realiza una clasificación de la sistemática del mercado de valores, dividiéndolo en tres segmentos:

- 1.- Mercado Bursátil
- 2.- Mercado Extra bursátil
- 3.- Mercado Privado

Así como queda ejemplificado en el siguiente gráfico.

Gráfico 6. Clasificación de los mercados de valores



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

a.- Mercado Bursátil

La LMVE define en su artículo 3 al mercado bursátil como:

“...es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley.”⁵⁴

Tradicionalmente, referirse al mercado bursátil es traer a colación la Bolsa de valores, entendiéndose que era exclusivamente en aquellos organismos en donde se desarrollaba dicho mercado. Sin embargo, como se verá más adelante, el ámbito bursátil se implementa también en otras herramientas que cumplen la misma función de desintermediación financiera.

Bolsas de valores

Las bolsas de valores, como herramienta fundamental dentro del entramado sistema de comercialización de valores, cumplen la función esencial de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, facilitando la movilidad de la riqueza (Hernández, 2000: 16).⁵⁵

Son mercados oficiales y organizados con un desarrollo histórico que genera mayor solidez y, seguridad en las transacciones que se realizan, sin que aquello se traduzca en Ecuador como un motivante del desarrollo del mercado de valores, pese a que únicamente existen dos Bolsas de Valores a nivel nacional, una instalada en Quito y una segunda en la ciudad de Guayaquil.

Entre las obligaciones de las Bolsas de Valores se encuentran las siguientes:

- Regular y supervisar, en el ámbito de su competencia, las operaciones de los participantes, y velar porque se cumplan las disposiciones de la Ley;
- Proporcionar a los intermediarios de valores la infraestructura física y tecnológica que les permita el acceso transparente de las propuestas de compra y venta de valores inscritos;
- Ser accionista de la compañía anónima proveedora y administradora del sistema único bursátil;
- Brindar a los intermediarios autorizados, a través del Sistema Único Bursátil SIUB, el mecanismo para la negociación bursátil de los valores e instrumentos financieros;
- Contratar los servicios de la Sociedad Proveedora y Administradora del Sistema Único Bursátil;

⁵⁴ Ecuador. Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II Ley Mercado Valores. ob. cit.

⁵⁵ Hernández B., (2000) *Bolsa y estadística bursátil*. España: Ediciones Díaz de Santos S.A. p. 16

- Divulgar y mantener a disposición del mercado y del público en general información simétrica, veraz, completa y oportuna, sobre las cotizaciones de los valores, intermediarios y las operaciones efectuadas en bolsas de valores, así como sobre la situación económica financiera y los hechos relevantes de los emisores;
- Entregar en tiempo real a los depósitos de compensación y liquidación de valores información relacionada con las negociaciones del mercado de valores;
- Mantener estándares de seguridad informática tales como protección de los sistemas informáticos, respaldos de la información en sedes distintas al lugar donde operen las Bolsas de Valores, medidas de gestión del riesgo legal, operativo y financiero, de acuerdo a lo que determine la Junta;
- Publicar y certificar la información de precios, tasas, rendimientos, montos, volúmenes y toda la información que la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros considere pertinente, de las operaciones efectuadas en bolsa de valores, y el registro de los intermediarios, operadores de valores, emisores y valores inscritos. Esta información debe ser pública y de libre acceso para toda persona, en la manera que la Junta establezca;
- Cumplir con los principios de transparencia y objetividad que garanticen la adopción de buenas prácticas corporativas;
- Inscribir y registrar emisores y valores para la negociación en bolsa de valores, así como suspender o cancelar su inscripción;
- Sancionar a las personas jurídicas y personas naturales sometidas a su control, por transgresiones a las normas de autorregulación; y,
- Las demás que, de acuerdo a esta Ley, en uso de sus atribuciones, disponga la Junta (BVQ, 2018).

En el año 2016, Gilberto Pazmiño, presidente de BVQ, en una entrevista con El Telégrafo, apoyado en estadística de la Bolsa mencionó que la primera Ley de Mercado de Valores fue expedida el 28 de mayo de 1993, para el año siguiente (1994) los montos negociados representaban el 5% del PIB; pero 23 años después (2016) apenas habían subido el 3% (El Telégrafo, 2017)⁵⁶.

Silvia Méndez, relata en su trabajo titulado “Mercado de Valores ecuatoriano, sus limitantes de desarrollo en el 2015” las razones de la falta de desarrollo del mercado de capitales en el país, listando temas como la idiosincrasia, oferta limitada de productos para inversionistas, costos de operaciones, escasa cultura bursátil. Esta impresión plasmada demuestra que en realidad el escaso desarrollo del mercado bursátil en Ecuador permitiría incluso unificar las dos Bolsas existentes, fortaleciendo la competitividad a nivel internacional (2015)⁵⁷.

⁵⁶ El Telégrafo (2017) *El negocio bursátil solo creció 3% en 23 años en el país* [en línea] disponible en <<https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/el-negocio-bursatil-solo-crecio-3-en-23-anos-en-el-pais>>

⁵⁷ Méndez, S., (2015) Mercado de Valores ecuatoriano, sus limitantes de desarrollo en el 2015. *Economía* [en línea] disponible en <[file:///Users/pamelaocana/Downloads/117-1-554-1-10-20160728%20\(3\).pdf](file:///Users/pamelaocana/Downloads/117-1-554-1-10-20160728%20(3).pdf)>

Catastro Público del Mercado de Valores CPMV

El profesor Garrigues afirma que:

*“...las notas de rapidez y seguridad, que caracterizan el moderno tráfico mercantil, no se concebirían sin la existencia de ciertos documentos, **los títulos valor**, de variada naturaleza y desigual historia, pero coincidentes en la misión de **facilitar la circulación de los bienes**”⁵⁸.*

Esta reflexión recoge aspectos de gran importancia, entre ellos se reconoce que los títulos valor son de una naturaleza variada, que bien pueden dar lugar a que ciertos instrumentos tal vez por su origen desconocido puedan considerarse como valores; de ahí que la Superintendencia de Compañías implemente el Catastro Público del Mercado de Valores, un registro en el que deberán constar el detalle de valores puestos en circulación.

Este catastro permite también conocer los datos de los principales actores del mercado de capitales:

- 1. Los valores que sean objeto de oferta pública y sus emisores;*
- 2. Las bolsas de valores y sus reglamentos de operación;*
- 3. Las casas de valores y sus reglamentos de operación;*
- 4. Los operadores de las casas de valores;*
- 5. Los operadores que actúen a nombre de los inversionistas institucionales;*
- 6. Los depósitos centralizados de compensación y liquidación de valores y, sus reglamentos internos y de operación;*
- 7. Los fondos de inversión, sus reglamentos internos y contratos de incorporación;*
- 8. Las cuotas emitidas por los fondos de inversión colectivos;*
- 9. Los valores producto del proceso de titularización;*
- 10. Las administradoras de fondos de inversión y fideicomisos y sus reglamentos de operación;*
- 11. Los contratos de fideicomiso mercantil y de encargos fiduciarios, de conformidad con las normas de carácter general que para el efecto dicte el C.N.V.;*
- 12. Las calificadoras de riesgo, su comité de calificación, su reglamento interno y, procedimiento técnico de calificación;*
- 13. Las compañías de auditoría externa que participen en el mercado de valores;*
- 14. Los demás entes, valores o entidades que determine el C.N.V.*
- 15. La Sociedad Proveedora y Administradora del Sistema Único Bursátil; y,*
- 16. Las entidades que cumplen funciones de banca de inversión.”⁵⁹*

⁵⁸ Cita textual de Joaquín Garrigues tomada de ANDRADE, Santiago: “Los títulos valor en el Derecho ecuatoriano”. Fondo Editorial Andrade & Asociados. Tercera edición. Quito – Ecuador, 2006. Pág. 35

⁵⁹ Artículo 18 LMVE. ob.cit.

Registro Especial Bursátil

Dentro del mercado bursátil existe una especie de subcategoría que busca negociar valores de las empresas pertenecientes al sector económico de pequeñas y/o medianas empresas y de las organizaciones de la economía popular y solidaria que por sus características específicas, necesidades de política económica y el nivel de desarrollo de estos valores y/o sus emisores ameriten la necesidad de negociarse en un mercado específico y especializado para esos valores.

Los valores que constan en dicho segmento bursátil específico, no podrán ser negociados en otros salvo autorización de la Junta. En todo caso, cualquiera de los emisores deberá encontrarse previamente registrado en el Catastro Público del Mercado de Valores, habilitado y en capacidad de operar.

La Junta, prescribe en el artículo 7 de la Resolución No. 210-2016-V⁶⁰ que los valores negociados en tal segmento solo podrán ser adquiridos por inversionistas institucionales o calificados; desde nuestra perspectiva se considera que la inhabilitación para ser partícipes de inversiones a aquellos calificados como minoristas se debe al riesgo entrañado a estas “pequeñas” empresas, las cuales sin ser apartadas de toda actividad bursátil, se ven limitadas a un régimen especial que exige una serie de requerimientos específicos, entendiéndose dichas exigencias con el fin de proteger el mercado y sobre todo al inversor, que si bien con una mayor experiencia y conocimiento, persisten en una exposición al riesgo por la inversión realizada.

Sistema Único Bursátil (SIUB)

La implementación de un sistema único bursátil tuvo como origen la disposición del Consejo Nacional de Valores, a fin de que ambas Bolsas operasen bajo un mismo lenguaje informático.

En principio esta disposición generó una fuerte negativa, puesto que se pensaba que se quitaría la independencia de funcionamiento de las referidas, no obstante ya existían conversaciones previas entre los representantes de ambos organismos para implementar la unificación de sistemas, proceso que se vio acelerado ante la disposición del CNV, lo que obligó a la Bolsa de Quito a usar el sistema de la Bolsa de Guayaquil, por considerarse este más seguro.

El SIUB, de acuerdo a la LMVE es concebido como:

“Art. ...- Objeto.- Con el fin de disponer de un **mercado bursátil único en nuestro país** que sea ordenado, integrado, transparente, equitativo y competitivo y que observe la aplicación de buenas prácticas corporativas entre las bolsas de valores, se establece la existencia de un sistema único bursátil, que tiene por objeto, permitir **a través de una plataforma informática la negociación de**

⁶⁰Junta de Regulación Monetaria y Financiera (2016). Normas aplicables al Registro Especial Bursátil Resolución No. 210-2016-V.[en línea] disponible en <<https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/resoluciones/Resolucion210v.pdf>>

***valores e instrumentos financieros** inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, incluso aquellos que se negocien en el REB. Para el efecto, deberá constituirse una sociedad anónima y obtener la autorización de funcionamiento ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Esta sociedad anónima tendrá como objeto social exclusivo y excluyente proveer y administrar un sistema único bursátil. El funcionamiento y organización de esta sociedad será regulado por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera.”*

La unificación de sistemas es un avance ciertamente en la estructuración de las Bolsas de valores, no obstante aunque las referidas operen bajo un mismo sistema, es decir, un mismo "lenguaje", ello no implica aun la unión operativa de las dos Bolsas, sino únicamente la utilización de un mismo programa informático.⁶¹

b.- Mercado Extrabursátil

Al igual que en otros países, en Ecuador existe un mercado de transacciones que se realiza por fuera de las Bolsas de Valores clásicamente reguladas, a este mercado se lo conoce como extrabursátil. De acuerdo con la LMVE se define como:

*“Mercado extrabursátil es el **mercado primario** que se genera entre la institución financiera y el inversor **sin la intervención de un intermediario** de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Catastro Público del Mercado de Valores y en las bolsas de valores.”*⁶²

Es decir todo mercado que se desarrolla fuera de las bolsas de valores, siempre que se efectúe con la participación de intermediarios autorizados que negocian títulos que no requieren estar inscritos en las bolsas existentes en Ecuador.

c.- Mercado Privado

Es aquel que comprende las negociaciones que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor, sin que para el efecto sea necesaria la intervención de intermediarios de Valores o inversionistas institucionales, siempre que estos títulos Valores sean producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho.

⁶¹ El Universo (2012) *Las bolsas de Valores unificaron sus sistemas* [en línea] disponible en <<https://www.eluniverso.com/2012/01/21/1/1356/bolsas-valores-unificaron-sus-sistemas.html>>

⁶² Artículo 3 de la LMVE. ob.cit.

1.3.3.1 Organismos reguladores

Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera

Antes conocido como Consejo Nacional de Valores, la Junta es un organismo creado a partir del Código Orgánico Monetario y Financiero expedido el 12 de septiembre de 2014. Está conformada por los titulares de los ministerios de Estado responsables de la política económica, de la producción, de las finanzas públicas, el titular de la planificación del Estado y un delegado del Presidente de la República. De manera que es un organismo eminentemente de carácter ejecutivo.

El Superintendente de Compañías, Valores y Seguros, Superintendente de Bancos, el Superintendente de Economía Popular y Solidario, el Gerente General del Banco Central del Ecuador y el Presidente del Directorio de la Corporación de Seguros de Depósitos, Fondos de Liquidez y Fondo de Seguros Privados, serán miembros de la misma con voz pero sin voto.

La labor fundamental de este organismo es fijar políticas, regular y supervisar en el ámbito monetario, crediticio, cambiario, financiero, de seguros y valores. Para el efecto, presenta al Presidente de la República las diferentes propuestas de modificación de la legislación en los ámbitos mencionados.

Entre sus funciones principales se encuentra la planificación y monitoreo de los niveles de liquidez de la economía, la salvaguarda de la economía en situaciones de emergencia, la regulación en la operación y liquidación de fondos fiduciarios, la regulación de remuneraciones de administradores de entidades financieras, etc.

Funcionamiento

La Junta podrá expedir normas con carácter interno, las mismas que permitan optimizar su funcionamiento.

Cada mes se realizará una reunión ordinaria, sin perjuicio de que a pedido de su presidente se realicen convocatorias extraordinarias, o a pedido de al menos dos de sus miembros.

El quórum para la instalación de la Junta es de tres miembros con derecho a voto. Cabe además puntualizar que los miembros de la Junta podrán ejercer su voto en forma positiva o negativa respecto de la propuesta que se esté planeando, sin que bajo ninguna circunstancia se permita la abstención de una decisión. En todo caso las decisiones que se adopten responderán a la mayoría simple.

Por otra parte, la Junta cuenta también con la asistencia de un Consejo Consultivo integrado por miembros de la sociedad civil; de los sectores productivos; de los sectores popular y solidario y privado del sistema financiero nacional. El mismo servirá para

considerar diferentes puntos de vista y propuestas de los sectores de la población que claramente son los afectados de primera mano, de forma que estos criterios puedan retroalimentar la formulación de estas políticas públicas.

1.3.3.2 Organismos de supervisión

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, es el organismo técnico que supervisa y controla al sector societario, mercado de valores y seguros.

Ejerce sus funciones y atribuciones en el ámbito del mercado de valores a través de la Intendencia Nacional de Mercado de Valores y de la Dirección Regional de Mercado de Valores y sus Áreas de Control, Autorización y Registro, Promoción, Orientación y Educación al Inversionista, Fiscalización, Consultas y Desarrollo Normativo. Tiene entre sus funciones contribuir a lograr un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, así como promover e impulsar el desarrollo del sector.⁶³

Es conocido que dentro del sector bursátil del mercado ecuatoriano, el Estado es un importante actor que durante los últimos años ha tomado un especial protagonismo, considerando que el mercado de capitales y sus montos son bastante reducidos en el país. En consecuencia, el Estado actúa no solo como un agente del mercado, sino además como regulador tanto a través de la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, como a través de esta Superintendencia.

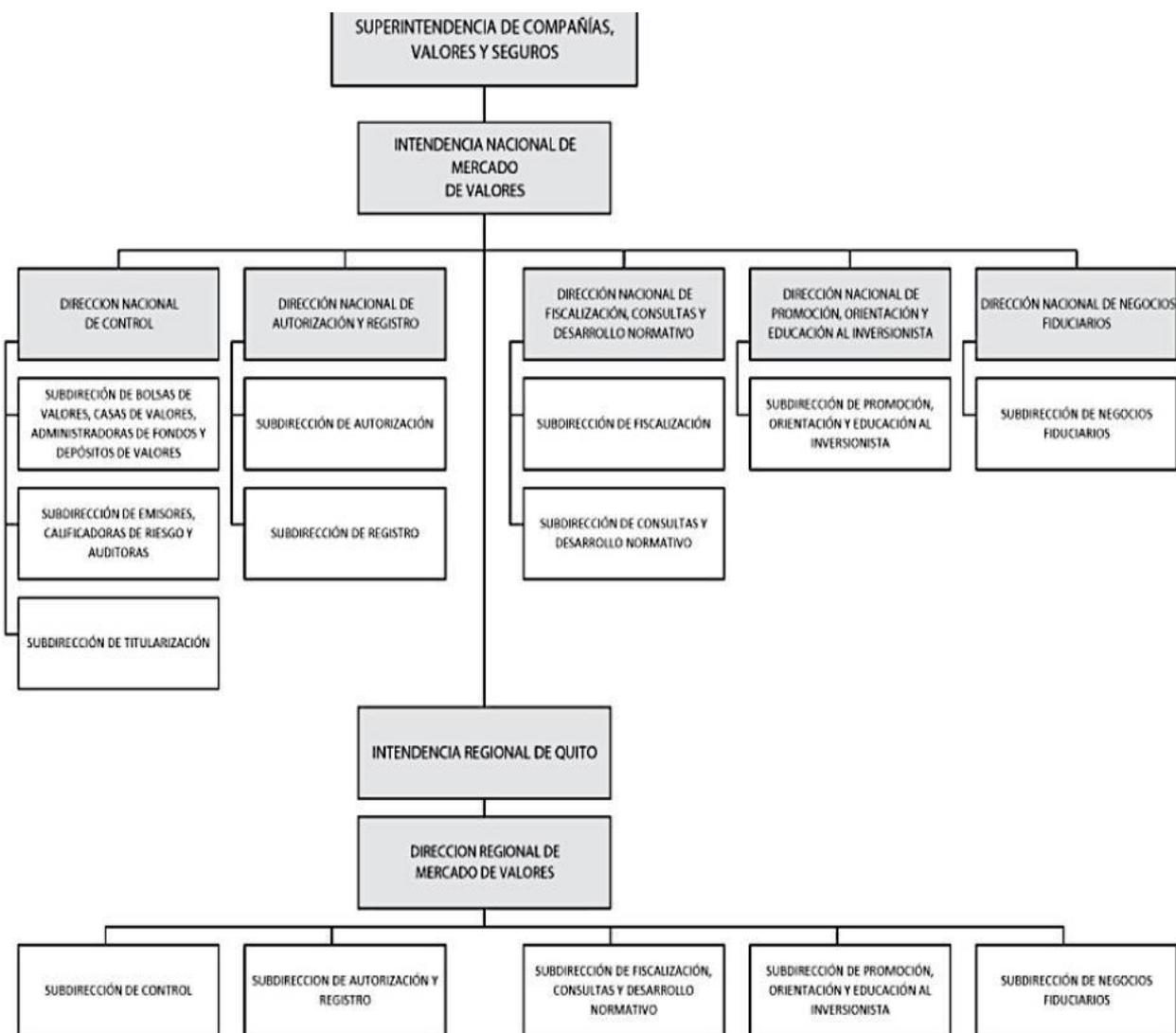
Resulta increíble entonces como recién en 2002 se reforma la Ley impidiendo que los propios agentes del mercado sean los reguladores (juez y parte) al eliminar su cuota de participación en el entonces Consejo Nacional de Valores, hoy llamada Junta.

En cualquier caso, el inciso final del artículo 10 de la LMVE prevé que la Superintendencia podrá expedir todos los actos que fueren necesarios, al igual que actos administrativos de control en las materias propias de su competencia, siempre que se encuentren de acuerdo y no agreguen más de lo contenido en las disposiciones legales ni las regulaciones que expida la Junta.

Consideramos pertinente incluir un gráfico en el que se pueda apreciar mejor cuál es la estructura de la Superintendencia y las diferentes Direcciones Nacionales, entre la que se encuentra, la Dirección Nacional de Mercado de Valores.

⁶³Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (s.f.) *Funciones y atribuciones en el ámbito del mercado de valores* [en línea] disponible en <<https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/SuperintendenciaCompa%C3%B1%C3%ADasValoresSeguros/FuncionesAtribuciones>>

Gráfico 7. Estructura de la Superintendencia



Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

De acuerdo al organigrama que se expone, se evidencia que la Superintendencia en el ámbito de valores desconcentra su función operativa en la estructura de la Intendencia Nacional del Mercado de Valores, la cual se analiza a continuación.

Intendencia Nacional del Mercado de Valores

Las principales funciones que se han considerado para el propósito de este trabajo son las siguientes:

1. *Coordinar la gestión de control y supervisión del mercado de valores*

7. *Impulsar proyectos de normativa de carácter general y específica que regule el funcionamiento y las actividades del mercado de valores;*
12. *Imponer sanciones administrativas a los partícipes del mercado de valores por transgresiones a la ley y demás normas complementarias;*
14. *Actuar como órgano de consulta y asesoría técnica del gobierno y de otras entidades en materia de su competencia;*
15. *Disponer, aprobar y/o autorizar los diversos actos jurídicos relativos a los partícipes del mercado de valores conforme lo determina la normativa vigente;*
17. *Ejercer la potestad supervisora a las personas naturales y jurídicas que participan en el mercado de valores;*⁶⁴

De tal forma, es a través de la Intendencia que se realiza el control directo de todas las actividades y los partícipes de los mercados de valores, por lo cual se considera que ésta es la encargada de verificar la ejecución de las políticas y normativas vigentes en el ámbito bursátil.

Al ser el organismo que constantemente monitorea el cumplimiento y operaciones que se realizan, e incluso autoriza diversos actos jurídicos de los partícipes del mercado, es lógico que sea a través de ésta que se den inicio a los procedimientos sancionatorios procedentes del incumplimiento, acción u omisión que se traduzcan en conductas antijurídicas.

Finalmente es necesario anotar que a diferencia de la Superintendencia como tal, esta Intendencia no tiene capacidad reguladora, sino simplemente de supervisión y control, a través de una organización especial:

- Dirección Nacional de Control
- Dirección Nacional de Autorización y Registro
- Dirección Nacional de Fiscalización, Consultas y Desarrollo Normativo
- Dirección Nacional de Promoción, Orientación y Educación al Inversionista
- Intendencia Regional de Quito

1.3.3.2 Intervinientes

a.- Emisores

Son compañías mercantiles privadas, aunque también actúan como tal, las instituciones del sector público. En todo caso, ambas emiten valores y una vez colocados en el mercado, en el caso de ofertas públicas logran la financiación que buscan.

El régimen de emisión de valores determinado en la Ley de Mercado de Valores, realiza una distinción entre aquellos valores de renta fija y de renta variable:

⁶⁴Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (s.f.) Funciones y atribuciones de la Intendencia Nacional de Mercado de Valores y de la Dirección Regional de Mercado de Valores [en línea] disponible en <<https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/SuperintendenciaCompa%C3%B1asValoresSeguros/Funciones>>

- **Renta Fija.-** De conformidad al artículo 30 de la LMV, las emisiones de valores de renta fija deben ser colocadas por el emisor en el mercado bursátil a través de una casa de valores, o un operador autorizado, salvo ciertos casos de excepción que prevea la misma Ley.
- **Renta variable.-** Por su parte el artículo 32 ibídem señala que tanto en el mercado primario como en el secundario, aquellos valores considerados de renta variable y que necesariamente deberán inscribirse en las bolsas de valores se comercializarán únicamente dentro del mercado bursátil, y siempre a través de intermediarios de valores autorizados.

Adicionalmente, cabe recordar que todos los valores puestos a oferta pública deberán encontrarse registrados en el Catastro Público del Mercado de Valores

b.- Inversionistas

Son aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos económicos y los destinan a la compra de valores, con el objeto de lograr una rentabilidad adecuada en función del riesgo adquirido. Para participar en el mercado de valores no se requiere de montos mínimos de inversión (Larreátegui, 2014: 21-22)⁶⁵.

c.- Bolsas de Valores

- Bolsa de Valores de Quito
- Bolsa de Valores de Guayaquil

d.- Intermediarios

“Art. 4.- De la intermediación de valores y de los intermediarios.- La intermediación de valores es el conjunto de actividades, actos y contratos que se los realiza en los mercados bursátil y extrabursátil, con el objeto de vincular las ofertas y las demandas para efectuar la compra o venta de valores” (LMVE, 2006).

Es clave entender en este concepto que la intermediación se produce en el ámbito bursátil y en el ámbito extrabursátil también, no obstante ha de entenderse que no se producen de la misma manera, sin embargo siguen cumpliendo su misión de nexo entre los inversores y los empresarios.

Claramente en el mercado bursátil los intermediarios deberán colocar los valores emitidos en las Bolsas de Valores, para lo cual deberán encontrarse habilitados. Por su parte, en el mercado extrabursátil el intermediario deberá contar con otros mecanismos, como bases de datos, contactos y en todo caso otro tipo de plataformas que por fuera de la Bolsa de Valores permitan la comercialización de valores.

⁶⁵ Larreátegui F., (2014). *Aplicación eficaz de la normativa que tipifica y sanciona el abuso de la información privilegiada en el mercado de valores ecuatoriano*. Tesis previa a la obtención del Título de Abogado. Carrera de Derecho. Quito: UCE. p. 21-22

El inciso final del citado artículo 4 de la LMVE, especifica que se considerarán intermediarios exclusivamente a las Casas de Valores, las cuales además de cumplir su función de intermediación de valores pueden brindar asesoramiento de inversiones y colocar las emisiones que se realicen en el mercado primario.

1.4 VALORACIÓN CRÍTICA Y CONCLUSIONES PARCIALES

La estructura general del mercado de valores en Ecuador es básica, es decir, si bien al momento está acoplada a la realidad del país, denota claramente una falta de proyección a un desarrollo futuro. Partimos desde este punto de vista por cuanto a lo largo de los años, las reformas normativas que se han realizado y las reformas de carácter operativo se han centrado únicamente en líneas generales, sobre lo ya existente.

Esta falta de implementación de medidas gubernamentales que motiven el crecimiento del sector ha generado que el porcentaje de financiación privada que se produce en este mercado sea de menos del 5% del PIB del país, situación que conlleva una desvinculación entre la relación ahorro= inversión que se produce en toda economía.

El organismo encargado de regular todo el sistema del mercado de valores es la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, pero esta regulación la realiza dentro un sistema macro de economía, es decir que regula en perspectiva de un conjunto de la economía en donde aparentemente la desintermediación financiera ha sido un asunto de poco interés históricamente hablando.

En esta línea, de la mano del sistema normativo es necesario un sistema de supervisión y control, cuya responsabilidad directa recae sobre la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, el cual ha delegado esta responsabilidad sobre el organismo a su cargo denominado Intendencia Nacional del Mercado de Valores. Ésta es una de las primeras diferencias que vemos en relación a la CNMV de España, que se dedica de manera directa al ejercicio de control a través de sus distintas direcciones.

Otra de los puntos que llaman la atención es que las únicas dos Bolsas de Valores se concentran las ciudades de Quito y Guayaquil, la primera en la capital del Ecuador y la siguiente en la segunda ciudad en importancia del país. Esta situación va de la mano con la concentración de operaciones, puesto que alrededor del 70% de las órdenes que se realizan dentro del mercado bursátil son efectuadas en ambas ciudades, creemos que esto se debe a que al ser ciudades más industrializadas, atrae a un segmento inversor que sale del ahorro típico bancario.

Probablemente la falta de una normativa que genere un verdadero impulso al inversor y a las entidades emisoras para agilizar el mercado de valores, ocasione asimismo que sea un segmento tan abandonado y poco explotado, en comparación a otros países de la región, y ni se diga si llevamos esta comparación a España.

CAPITULO 2

REGULACIÓN DE LA POTESTAD SANCIONADORA.

Una vez que se ha realizado una revisión general sobre el funcionamiento del mercado de valores tanto en España como Ecuador en el Capítulo I, es conveniente ahora centrarnos en materia de la presente investigación, el procedimiento administrativo sancionador en ambos países.

Este capítulo inicia con la determinación de los principios comunes que rigen cualquier proceso de carácter administrativo sancionador, para posteriormente analizar el régimen normativo general que opera en España y seguidamente desarrollar tanto las infracciones como las sanciones que se establecen en el mercado de valores, con su respectivo procedimiento administrativo sancionador, desde las actuaciones preliminares, hasta su resolución. En una segunda parte se realiza lo pertinente con Ecuador, bajo la premisa de comparar ambos sistemas en el Capítulo III.

2.1 PRINCIPIOS REGULADORES COMUNES

Los principios constituyen parte esencial en cualquier ordenamiento jurídico, puesto que garantizan el debido proceso y el tratamiento común a los administrados. Es por ello que tanto en España como en Ecuador, el sistema normativo en materia de derecho administrativo sancionador en el mercado de valores, cumple con los mismos principios, por lo que vemos conveniente analizar los mismos en conjunto, además los mismos se pueden ir apreciando durante el desarrollo del presente capítulo, tanto en la tipificación de infracciones e imposición de sanciones, como en el procedimiento administrativo sancionador.

2.1.1 Principio de Legalidad

El Tribunal Constitucional, en una acertada y muy completa definición nos permite identificar el significado del principio de legalidad:

*“Dicho principio comprende una **dobles garantía: la primera de orden material** y alcance absoluto, tanto referida al ámbito estrictamente penal como al de las sanciones administrativas, refleja la especial trascendencia del principio de seguridad jurídica en dichos campos limitativos y supone la imperiosa necesidad de **predeterminación normativa** de las conductas infractoras y de las sanciones correspondientes, es decir, la existencia de preceptos jurídicos (*lex previa*) que permitan predecir con suficiente grado de certeza (*lex certa*) aquellas conductas y se sepa a qué atenerse en cuanto a la añeja responsabilidad y a la eventual sanción; **la segunda, de carácter formal**, relativa a la exigencia y existencia de*

*una norma de adecuado rango que este Tribunal ha identificado como **ley en sentido formal**”⁶⁶*

La doble garantía del principio de legalidad parte de una premisa fundamental, puesto que si bien la tipificación previa⁶⁷ de la infracción y la sanción correspondiente debe reflejarse en una norma con rango de ley, es igual de importante que la facultad sancionadora sea otorgada en una norma de igual jerarquía y ejercida únicamente por la autoridad que tiene esta potestad.

De ahí que esta segunda garantía de tipo formal sea conocida en realidad como principio de reserva de ley⁶⁸, respecto del cual citado organismo señala:

*“el principio de reserva de ley entraña una garantía esencial de nuestro Estado de Derecho, cuyo significado último es el de asegurar que la regulación de los ámbitos de libertad que corresponden a los ciudadanos dependa exclusivamente de la voluntad de los representantes, por lo que tales ámbitos han de quedar exentos de la acción del ejecutivo y, en consecuencia, de sus productos normativos propios, que son los reglamentos. **El principio no excluye la posibilidad de que las leyes contengan remisiones a normas reglamentarias,** pero sí que tales remisiones hagan posible una regulación independiente y no claramente subordinada a la Ley, lo que supondría una degradación de la reserva formulada por la Constitución a favor del legislador”*

De manera que aunque la tipificación de infracciones y sanciones tiene cabida únicamente en leyes, veremos cómo es posible que ciertos elementos a partir de esta predeterminación sean desarrollados a través de un reglamento, cuando en el siguiente apartado se analice el mandato de tipicidad.

De vuelta en la generalidad del principio de legalidad, debemos puntualizar que la Constitución Española⁶⁹ (en adelante CE) contempla esta garantía en dos articulados fundamentales:

Artículo 9: “La Constitución garantiza el principio de legalidad”

Artículo 25.1: “Nadie puede ser condenado o sancionado por acciones u omisiones que en el momento de producirse no constituyan delito, falta o infracción administrativa, según la legislación vigente en aquel momento”.

⁶⁶ España. Tribunal Constitucional. Sentencia 61/1990 de 29 de marzo.

⁶⁷ La tipificación previa es en realidad elemento fundamental del principio de tipicidad, pero su relación con el principio de legalidad puede interpretarse como si este segundo principio se derive precisamente del principio de legalidad. No obstante, en el siguiente apartado se desarrolla más ampliamente el principio de tipicidad para su mejor comprensión.

⁶⁸ La CRE garantiza la reserva de ley en el artículo 132 cuando señala que se requerirá de una ley en caso de: “Tipificar infracciones y establecer las sanciones correspondientes.

⁶⁹ España. Cortes Generales. Constitución Española. Boletín Oficial del Estado, 29 de diciembre de 1978, (311)

Por su parte, la Constitución de la República del Ecuador (en adelante CRE) en el numeral 3 del artículo 76, establece como garantía básica en todo proceso en el que se determinen derechos u obligaciones como los que siguen:

“3. Nadie podrá ser juzgado ni sancionado por un acto u omisión que, al momento de cometerse, no esté tipificado en la ley como infracción penal, administrativa o de otra naturaleza; ni se le aplicará una sanción no prevista por la Constitución o la ley. Sólo se podrá juzgar a una persona ante un juez o autoridad competente y con observancia del trámite propio de cada procedimiento.”

De ambas definiciones se destaca que la Carta Magna ecuatoriana abarca con mejor detalle la garantía del principio de legalidad cuando aclara que solo tendrá la potestad de juzgar (sancionar en el caso administrativo) la autoridad con competencia para el efecto, elemento que no se observa en la CE.

En España la Ley del Régimen Jurídico del Sector Público⁷⁰ (en adelante LRJSP) en su artículo 25 indica que este principio se refiere a que “la potestad sancionadora se ejercerá cuando haya sido expresamente reconocida por una norma con rango de Ley, con aplicación del procedimiento previsto para su ejercicio”, por su parte el Código Orgánico Administrativo⁷¹ (en adelante COA) en Ecuador no hace referencia de este principio por lo que nos remitimos a las disposiciones del Código Orgánico Integral Penal⁷² (en adelante COIP), dado que los principios establecidos en el ámbito penal, son aplicables a los procesos administrativos sancionadores, con los correspondientes matices que el derecho administrativo guarda.

En ese sentido el artículo 5 apartado 1 de la mencionada ley determina que “no hay infracción penal, pena, ni proceso penal sin ley anterior al hecho”

Por lo tanto podemos concluir que el principio de legalidad garantiza que ninguna persona puede ser juzgada sin la existencia previa de la conducta tipificada como antijurídica y su respectivo proceso sancionador, en una norma con rango de ley.

2.1.2 Principio de Tipicidad

El principio de tipicidad, derivado del mandamiento de *lex certa* y no menos relacionado al principio de legalidad, se refiere según Nieto a “...la exigencia -o como inmediatamente veremos, tendencia a la exigencia- de que los textos en que se manifiestan las normas sancionadoras describan con suficiente precisión -o si se quiere,

⁷⁰ España. Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público. Boletín Oficial del Estado 1 de octubre de 2015.

⁷¹ Ecuador. Asamblea Nacional. Código Orgánico Administrativo. Registro Oficial, 07 de julio de 2017, (31). Entra en vigencia el 07 de julio del 2018

⁷² Ecuador. Asamblea Nacional. Código Orgánico Integral Penal. Registro Oficial, 10 de febrero de 2014, (180).

con la mayor precisión posible- las **conductas que se amenazan con una sanción**, así como estas mismas **sanciones**”⁷³(1993: 297)

De tal conceptualización podemos abstraer que los elementos básicos del mandamiento de tipificación previa es la **identificación de la conducta antijurídica** y de su correspondiente sanción. La LJRSP articula de la siguiente manera al referido principio:

“Artículo 27. Principio de tipicidad.

1. Sólo constituyen **infracciones administrativas** las vulneraciones del ordenamiento jurídico **previstas** como tales infracciones por una **Ley**, sin perjuicio de lo dispuesto para la Administración Local en el Título XI de la Ley 7/1985, de 2 de abril.

Las infracciones administrativas se clasificarán por la Ley en **leves, graves y muy graves**.

2. Únicamente por la comisión de infracciones administrativas podrán imponerse sanciones que, en todo caso, estarán delimitadas por la Ley.

(...)4. Las normas definidoras de infracciones y sanciones no serán susceptibles de aplicación analógica.”

Del mismo modo, el COA define al citado principio señalando que:

“Art. 29.- Principio de tipicidad. **Son infracciones administrativas las acciones u omisiones previstas en la ley.**

(...)

A cada **infracción** administrativa le corresponde una **sanción** administrativa.

Las normas que prevén infracciones y sanciones no son susceptibles de aplicación analógica, tampoco de interpretación extensiva.”

Ambos cuerpos normativos coinciden entonces en la necesidad de predeterminación, y la prohibición de una aplicación analógica, aquella en la que ante la ausencia de supuestos exactos o no contemplados en la norma, catalogue la conducta como subsumida por suponerse una semejanza real. La normativa ecuatoriana prohíbe también la interpretación extensiva, que en ningún caso habilitará la “búsqueda de sentido” a la norma a fin de adecuarla a la conducta.

En principio, cumplidos los requisitos básicos de tipificación podría pensarse que es suficiente para garantizar el cumplimiento de dicho principio, sin embargo la doctrina aporta ciertas consideraciones que deben ser cumplimentadas en la tipificación de la conducta y que se prevén en garantía de la seguridad jurídica del administrado:

“No basta tampoco, por otra parte, con que la ley aluda simplemente a la infracción, ya que el tipo ha de ser suficiente, es decir que ha de contener una **descripción de sus elementos esenciales**; y sin tal no sucede se produce una

⁷³ Nieto. A. (1993) *Derecho Administrativo sancionador*. España. Editorial Tecnos. (297)

segunda modalidad de incumplimiento del mandato de la tipificación: la insuficiencia⁷⁴”

Por tanto, el mero cumplimiento de una tipificación superficial y breve no es suficiente, sobre todo cuando la legislación española habilita dentro de la tipificación la colaboración reglamentaria. De ahí que la norma deba identificar claramente los sujetos a quienes va dirigida y la acción u omisión que constituyen una conducta antijurídica, sin perjuicio de delimitar también con precisión los elementos bajo los cuales se mida la gravedad de la infracción.

Respecto de la colaboración reglamentaria, la legislación española prescribe que las disposiciones reglamentarias deberán cumplir con los siguientes parámetros previstos en el artículo 27 de la LRJSP:

“3. Las disposiciones reglamentarias de desarrollo podrán introducir especificaciones o graduaciones al cuadro de las infracciones o sanciones establecidas legalmente que, sin constituir nuevas infracciones o sanciones, ni alterar la naturaleza o límites de las que la Ley contempla, contribuyan a la más correcta identificación de las conductas o a la más precisa determinación de las sanciones correspondientes”

Por su parte, la facultad reglamentaria en Ecuador está reconocida por la Constitución de la República⁷⁵ en su artículo 147, como una atribución del Presidente de la República, que en ningún modo contiene las limitaciones específicas que se encuentran en el ordenamiento jurídico español.

Finalmente, hay que reconocer que pese a la rigidez que parecería existir al amparo del tantas veces citado precepto, existe una matización importante al mismo: los conceptos jurídicos indeterminados, figura que busca identificar -de forma menos rigurosa- estándares de conducta abiertas para los destinatarios de la norma, siempre y cuando se subordine a la posibilidad de que su concreción sea razonablemente factible en virtud de criterios lógicos, técnicos o de experiencia⁷⁶.

2.1.3 Principio de Culpabilidad

Para que pueda imputarse el cometimiento de una infracción, además de hallarse tipificada previamente la conducta antijurídica y su sanción en una norma con rango de ley, es imprescindible que exista el elemento de culpabilidad subjetiva, concepto que “comprende dos aspectos de la voluntad: dolo o culpa en sentido estricto”(De Ahumada, 2001: 110)⁷⁷, es decir, es necesaria la acreditación efectiva de que determinada persona,

⁷⁴ Nieto, A. ob.cit. (304)

⁷⁵ Ecuador. Asamblea Constituyente. *Constitución de la República del Ecuador*. Registro Oficial, 20 de octubre de 2008, (449).

⁷⁶ Tribunal Constitucional. Sentencia 151/1997, Recurso de amparo 3983/1994

⁷⁷ De Ahumada, J. (2001). *Materiales para el Estudio del Derecho Administrativo Económico*. Madrid: Dykinson.

sea física o jurídica, participó en el ilícito, ya sea con la intencionalidad de causar daño o, por pura negligencia.

En ese sentido, la legislación española, específicamente la LRJSP ha contemplado el principio de responsabilidad, que es equivalente al de culpabilidad en su artículo 28 que establece:

“Artículo 28. Responsabilidad.

*Sólo podrán ser **sancionadas** por hechos constitutivos de infracción administrativa las personas físicas y jurídicas, así como, cuando una Ley les reconozca capacidad de obrar, los grupos de afectados, las uniones y entidades sin personalidad jurídica y los patrimonios independientes o autónomos, que resulten **responsables de los mismos a título de dolo o culpa.**”*

Por lo tanto, no da cabida a la responsabilidad objetiva, es decir, imputar el cometimiento de una infracción a un individuo en razón únicamente del cargo que desempeña, hablando específicamente en infracciones que pueden darse en el mercado de valores, sino que resulta imperativa la acción (u omisión) dolosa o en su caso, negligente.

Si nos remitimos a la normativa ecuatoriana, vemos que el COA no dispone de un artículo específico acerca del principio de responsabilidad como elemento esencial para la imputabilidad de infracciones, si bien contiene el principio de responsabilidad pero orientado hacia el deber que tiene el Estado de responder ante sus administrados por los daños derivados de una falta o deficiencia en la prestación de servicios públicos, pero eso es otro tema.

Dado que el principio de culpabilidad en el ámbito administrativo es igual al que se aplica en materia penal, tomamos las disposiciones acerca de este principio del COIP, en cuyo artículo 34 que a tenor determina:

“Artículo 34. Culpabilidad.

*Para que una persona sea considerada **responsable** penalmente deberá ser imputable y **actuar con conocimiento** de la antijuridicidad de su conducta.”*

Aunque esta disposición no sea tan clara como la que encontramos en la LRJSP de España, quedan implícitos los elementos volitivos de dolo o culpa cuando se menciona que la persona “actúa con conocimiento”.

En atención a este principio es que se realizan las investigaciones previas a la incoación del procedimiento administrativo sancionador, pues la finalidad de este último es reunir los elementos configuradores de la infracción y además, la determinación de los responsables a los que se les impondrá una sanción individualizada.

2.1.4 Principio de Irretroactividad

La garantía de irretroactividad consiste en la aplicación de disposiciones sancionadoras **vigentes** en el momento de suscitarse los hechos presuntamente infractores. No obstante, más allá de regirse a la limitación de la temporalidad de la norma, permite su “transgresión” únicamente los casos en que la disposición sancionadora favorece al sujeto, bajo esta circunstancia la norma sí tendrá carácter retroactivo.

La norma suprema española, como se ha citado anteriormente garantiza en sus artículos 9.3 y 25.1 la aplicación de normas vigentes al tiempo del cometimiento de la infracción. El mismo precepto se observa en el artículo 76.3 de la CRE, también transcrito anteriormente.

No obstante, la LRJSP proporciona en su artículo 26 un desarrollo más amplio de este principio:

“Artículo 26. Irretroactividad.

*1. Serán de **aplicación** las **disposiciones** sancionadoras **vigentes en el momento de producirse los hechos** que constituyan infracción administrativa.*

*2. Las disposiciones sancionadoras **producirán efecto retroactivo en cuanto favorezcan al presunto infractor** o al infractor, tanto en lo referido a la tipificación de la infracción como a la sanción y a sus plazos de prescripción, incluso respecto de las sanciones pendientes de cumplimiento al entrar en vigor la nueva disposición.”*

En igual sentido, el artículo 30 del COA en Ecuador, prevé que:

*“Art. 30.- Principio de irretroactividad. Los **hechos** que constituyan infracción administrativa **serán sancionados** de conformidad con lo previsto en las **disposiciones vigentes** en el momento de producirse.*

*Las disposiciones sancionadoras **producen efecto retroactivo en cuanto favorezcan al presunto infractor.**”*

De ambas normativas se desprende que en realidad la aplicación retroactiva de una norma no es una excepción, sino parte del principio en sí mismo pues en pos de proporcionar condiciones más favorables al administrado, como puede ser una menor sanción o incluso la descalificación de la conducta como infracción por haberse modificado los elementos del tipo.

En contrario, si la norma vigente a la fecha del proceso agrava la tipificación, o en general es menos favorable para el infractor, ésta no podrá aplicarse.

2.1.5 Principio de Prescripción

Para entender de forma más clara cómo opera la prescripción en el Derecho Administrativo sancionador diremos que una conducta o una acción sancionable está prescrita cuando ha transcurrido el plazo contemplado en la norma para que la administración pueda sancionar a través del debido procedimiento.

Una vez prescrita la infracción se imposibilita a la autoridad dar inicio a un procedimiento sancionador, lo cual comporta una limitación a la facultad sancionadora. Si bien en el ámbito disciplinario militar, la STS de 7 de julio de 2003 (Ar. 6486) traduce esta limitación señalando que “representa una autolimitación del Estado en la persecución de las faltas disciplinarias en virtud de la cual el transcurso del tiempo desapodera a la autoridad con potestad sancionadora para ejercerla imponiendo el correspondiente correctivo”.

El artículo 30 de la LJRSP contempla la institución de la prescripción, especificando que la misma opera no solo para las infracciones sino también para las sanciones, y establece un plazo general en el caso de que las leyes específicas según la materia no lo especifiquen: para infracciones muy graves, tres años; las graves, dos años y las leves a los seis meses; las sanciones impuestas por faltas muy graves prescribirán a los tres años, las impuestas por faltas graves a los dos años y las impuestas por faltas leves al año. Es decir iguala el tiempo de prescripción de la infracción al de la sanción

En igual forma, sucede en el caso ecuatoriano, el artículo 245 del COA establece que las infracciones leves prescriben al año, las graves a los tres años y las muy graves a los cinco años (aplicando los mismos plazos a sus correspondientes sanciones). Resulta así que la normativa ecuatoriana brinda más tiempo a la administración para el ejercicio sancionador en los casos de infracciones graves y muy graves, probablemente ligado a una consideración de insuficiencia en la agilidad de la administración pública.

Lo que más llama la atención de ambos ordenamientos jurídicos es el punto de partida desde el cual se calculará la prescripción, mientras que la LJRSP señala que será desde el mismo día de cometimiento del hecho (en el caso de las infracciones) o desde el siguiente día de su ejecución (en el caso de sanciones), la norma ecuatoriana considera el conteo de prescripción desde el siguiente día de producida la infracción; en el caso de la prescripción de la infracción coincide en que será desde el siguiente día de “haberse causado estado” es decir, luego de haberse agotado el plazo para la interposición de cualquier acción administrativa. Esta diferencia de cálculo parte de que en el ordenamiento de Ecuador todo plazo comienza a contarse desde el día siguiente del hecho o instrumento que cause el ejercicio de una acción o derecho.

Otro punto destacable, es que el artículo 30 de la LJRSP prevé la figura de la infracción continuada o permanente, que en cualquier caso su prescripción se contará desde el día que cesó la conducta, mientras que el artículo 245 del COA especifica:

“Cuando se trate de una **infracción continuada**, se contará desde el día siguiente al cese de los hechos constitutivos de la infracción. Cuando se trate de una **infracción oculta**, se contará desde el día siguiente a aquel en que la administración pública tenga conocimiento de los hechos”

De manera que, aunque la legislación ecuatoriana no contempla la figura de infracción permanente, pero añade la de infracción oculta.

La interrupción a la prescripción sucede en ambos casos cuando se notifica al administrado del inicio del procedimiento sancionador o en su defecto el inicio del proceso de ejecución de la sanción.

Para concluir, vale la pena aclarar que en ambos cuerpos normativos se diferencia la figura de prescripción de la de caducidad, la primera como ya hemos dicho extingue la autoridad de la administración para iniciar un procedimiento administrativo o para sancionar mientras que la segunda extingue la capacidad de la misma de continuar el procedimiento ya iniciado, en virtud de haber transcurrido el tiempo máximo previsto para su duración. Sin perjuicio de que persista la facultad de iniciar un nuevo procedimiento sancionador, luego de que a petición de parte o de oficio el organismo encargado hubiere reconocido la caducidad del procedimiento.

2.1.6 Principio de Antijuridicidad

La definición más clara de antijuridicidad la proporciona Nieto, cuando manifiesta:

“Si la sanción se remite por naturaleza a la infracción, la infracción presupone, a su vez, una acción antijurídica, siendo antijuridicidad, en su sentido literal y más profundo, contradicción entre la acción (y el hecho a la que ésta se refiere) y el Derecho (ius)”⁷⁸

De esta forma la antijuridicidad requiere que la conducta sea contraria al ordenamiento jurídico, y sólo será justificable bajo ciertas excepciones que si bien se encuentran más desarrolladas en el derecho penal, tienen aplicación en la determinación de la sanción administrativa.

El COIP, a diferencia del CPE brinda una definición exacta de la antijuridicidad en su artículo 29: “Para que la conducta penalmente relevante sea antijurídica deberá **amenazar o lesionar, sin justa causa, un bien jurídico** protegido por este Código.” Se añade entonces que la antijuridicidad no se cumple necesariamente con la lesión del bien jurídico sino también con la conducta que hubiera amenazado su integridad.

⁷⁸ Nieto. A. ob.cit. (307)

El artículo 20 del CPE, en términos similares al artículo 30 del COIP, describe las causales que justifican la conducta antijurídica y en consecuencia se consideran eximentes de responsabilidad. Éstas son:

- Defensa legítima
- Estado de necesidad
- Cumplimiento de un deber, orden legítima y expresa de autoridad competente o ejercicio legítimo de un derecho

Adicionalmente, existen dos condiciones bajo las cuales el elemento de antijuridicidad se disipa, la primera referente al error de prohibición, respecto del cual el sujeto desconoce que está actuando de forma antijurídica por creer que su interpretación razonable de la ley era correcta. Caso contrario, si el error se consideraba vencible, únicamente surtirá una especie de atenuante de la sanción.

La segunda se refiere a la confianza legítima, la cual se refiere a que sobre la base de actividades externas y concluyentes por parte de la Administración, lleve a concluir al administrado que su comportamiento, por ser similar al del organismo público, es legítimo.

2.1.7 Principio de Proporcionalidad

El principio de proporcionalidad constituye una expresión del principio de legalidad, dado que regula al alcance de las potestades de la Administración en base a la ponderación de los bienes, derechos o intereses protegidos jurídicamente por la norma (López, 1988: 124)⁷⁹.

Dicho en otras palabras, el principio de proporcionalidad garantiza que las sanciones impuestas por la Administración al sujeto infractor, sean coherentes con la falta cometida y las demás circunstancias que rodean a los hechos, así tanto la legislación española como la ecuatoriana recogen en su legislación este principio tan importante para el debido proceso.

En el caso de España, la LRJSP en su artículo 29, apartado 3 determina:

*“3. En la determinación normativa del régimen sancionador, así como en la imposición de **sanciones** por las Administraciones Públicas se deberá observar la debida idoneidad y necesidad de la sanción a imponer y su **adecuación** a la **gravedad** del hecho constitutivo de la **infracción**.”*

Por otro lado, en Ecuador el principio de proporcionalidad se encuentra desarrollado en el COA, cuyo artículo 16 dispone a tenor:

⁷⁹ López, J. (1988). *El principio general de proporcionalidad en el Derecho Administrativo*. Sevilla: Editorial Universidad de Sevilla.

“Art. 16- Las decisiones administrativas se adecúan al fin previsto en el ordenamiento jurídico y se adoptan en un marco del justo equilibrio entre los diferentes intereses. No se limitará el ejercicio de los derechos de las personas a través de la imposición de cargas o gravámenes que resulten desmedidos, en relación con el objetivo previsto en el ordenamiento jurídico”

En efecto, y como manifestación de este principio las legislaciones han determinado la aplicación de criterios de dosimetría punitiva, que funcionan como atenuantes o agravantes de la conducta antijurídica. En España, es el artículo 310 del TRLMV donde se establecen tales criterios, mientras que en Ecuador, los encontramos así mismo en la ley de la materia, la LMVE, en un artículo innumerado -agregado recientemente en el año 2014-, un aspecto que cabe criticar dado que anterior a la existencia de este artículo, no existían los parámetros que permiten imponer una sanción proporcional en relación al bien jurídico vulnerado y las actuaciones del procesado. De todas maneras, dejamos este tema en suspenso, pues más adelante se desarrollará de mejor manera cuando abordemos lo pertinente en las infracciones y sanciones de cada país.

2.1.8 Principio de Non bis in ídem

Non bis in ídem se puede traducir literalmente como “que no se sentencie dos veces por un mismo delito” (López Barja, 2004: 14)⁸⁰ es decir, prohíbe la aplicación conjunta de aquellos preceptos tipificados como infracción a un mismo sujeto, más no impide que una determinada conducta se encuentre tipificada en varios preceptos normativos, (Cano, 2001⁸¹) como muchas veces sucede en el ámbito administrativo y penal.

Actualmente, este principio en su vertiente material, prohíbe que el infractor sea castigado o sancionado dos veces en aquellos casos donde se aprecie la triple identidad, sujeto, hecho y bien jurídico protegido, así como manifiesta expresamente el artículo 31 apartado 1 de la LRJSP de España que indica:

“1.- No podrán sancionarse los hechos que lo hayan sido penal o administrativamente en los casos en que se aprecie identidad del sujeto, hecho y fundamento.”

En el caso de Ecuador hemos notado cierta discrepancia entre las disposiciones de la CRE y lo establecido en el COIP, pues la Carta Magna en su artículo 76 apartado 7 letra i claramente determina que “nadie podrá ser juzgado más de una vez por la misma causa y materia”, sin embargo la norma penal en su artículo 5 numeral 7 establece:

⁸⁰ López Barja, J. (2004). *El principio de non bis in ídem*. Madrid: Dykinson (14)

⁸¹ Cano, T. (2001). Non bis in íde, prevalencia de la vía penal y teoría de los concursos en el derecho administrativo sancionador. *Revista de Administración Pública*, No. 156, (191-250)

“La aplicación de sanciones administrativas o civiles derivadas de los mismos hechos que sean objeto de juzgamiento y sanción penal no constituye vulneración a este principio.”

En ese sentido cabe la determinación de que en Ecuador, contrario a lo que sucede en España, la imposición de una sanción penal no exime del “castigo” en vía administrativa, tampoco se evidencia el cumplimiento de este principio en su vertiente procedimental pues no hay una disposición expresa que suspenda el procedimiento administrativo sancionador cuando se tenga conocimiento del inicio de un proceso por vía penal, salvo que se requiera información importante para la resolución final.

En España por supuesto se toma muy en serio el cumplimiento del principio de non bis in ídem y, es por ello que en atención a su vertiente procesal, el TRLMV en su artículo 272 numeral 2 indica lo que sigue:

“(…) cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento.”

Como se puede observar, existe una clara diferencia en la aplicación del principio de non bis in ídem entre España y Ecuador, aunque ambas legislaciones lo contemplan, el cumplimiento de este no es igual en el régimen ecuatoriano, donde nos encontramos ante la posible vulneración de un derecho del sujeto infractor. En ese sentido, consideramos pertinente que la Corte Constitucional de este país se pronuncie acerca del alcance del principio como una forma de garantizar la seguridad jurídica de los administrados.

2.2 RÉGIMEN EN ESPAÑA

Teniendo claro cuáles son los principios que limitan y garantizan el debido proceso en todo procedimiento administrativo sancionador, procederemos a analizar la normativa vigente en España.

2.2.1 Breve referencia a la estructura normativa europea.

a.- La Unión Europea

Para entender el organigrama del Derecho en España, es preciso conocer en primera instancia su pertenencia a un sistema macro, cuya regulación tiene injerencia en el ámbito territorial, económico, jurídico, financiero, entre otros, de todos los países que la componen; nos referimos a la Unión Europea.

Luego de largos períodos de guerras y conflictos que abatieron social y económicamente a los países europeos, sucede en 1951 el inicio de un proceso de integración de gran escala. Al firmarse el Tratado de París el 18 de abril de 1951, sobre la base de las propuestas previas de Schuman y Monnet, se logra la integración de los principales protagonistas de guerras (Francia y Alemania) y se logra también la regularización y gestión compartida en la producción de carbón y acero, consolidándose la Comunidad Europea del Carbón y el Acero (CECA), organismo integrado por Francia, Alemania, Italia, Bélgica, Holanda y Luxemburgo.

La integración se afianza el 25 de marzo de 1957, cuando se firman los Tratados de Roma por los que se creó la Comunidad Económica Europea (CEE) como base de políticas comunes y la Comunidad Europea de la Energía Atómica (EURATOM) para el tratamiento energético, ambos "determinados a establecer los fundamentos de una unión sin fisuras más estrecha entre los países europeos"⁸².

Con la constitución de la CEE, nacieron instituciones como la Comisión, el Consejo, la Asamblea Europea (actual Parlamento Europeo), el Tribunal de Justicia y el Comité Económico y Social, las cuales dieron mayor fuerza a la unión económica y política de los países miembros.

En los años venideros se produjeron diferentes modificaciones y la firma de nuevos tratados, entre los que se encuentran el **Tratado de Maastricht** o Tratado de la Unión Europea (1992), el **Tratado de Amsterdam** (1997), el **Tratado de Niza** (2001); a lo largo de este período se adhirieron nuevos países que ampliaron el marco de decisiones, por lo cual en el año 2003 la Convención Europea presentó oficialmente una Constitución que contribuyera a clarificar .

El Tratado de Lisboa (2007) institucionalizó el Consejo Europeo entre otras dignidades, además estableció que la mayoría de las políticas europeas se sujeten al método comunitario, que explicaremos más adelante. En la actualidad la Unión Europea está compuesta por 28 países: Alemania, Austria, Bélgica, Bulgaria, Chipre, Croacia, Dinamarca, Eslovaquia, Eslovenia, España, Estonia, Finlandia, Francia, Grecia, Hungría, Irlanda, Italia, Letonia, Lituania, Luxemburgo, Malta, Países Bajos, Polonia, Portugal, Reino Unido, República Checa, Rumanía y Suecia.⁸³

Adentrándonos un poco más en el tema de estudio de este trabajo, y luego de expuesta una breve cronología de la formación de la Unión Europea, corresponde que analicemos su estructura normativa, dado que siendo España miembro desde 1985⁸⁴, y

⁸² Redacción BBC Mundo. *Medio Siglo de la Unión Europea* [en línea] disponible en http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/international/newsid_6462000/6462807.stm

⁸³ Unión Europea. *Todos los países de la UE* [en línea] disponible en https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries_es

⁸⁴Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación. *España y la Unión Europea* [en línea] disponible en <http://www.exteriores.gob.es/Portal/es/PoliticaExteriorCooperacion/UnionEuropea/Paginas/EspUE.aspx>

considerando también que el mercado de valores es una de las políticas reguladas dentro del marco comunitario, su sistema jurídico se torna un poco más complejo.

b.- Fuentes de Derecho Comunitario

La Unión Europea contempla dos fuentes de derecho: el Derecho Primario y el Derecho Derivado.

El Derecho Primario o conocido también como Derecho Originario, instituye básicamente el marco jurídico y de funcionamiento de la Unión Europea. Los instrumentos que lo componen son: el Tratado de la Unión Europea, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y el Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea de la Energía Atómica, los Protocolos y Anexos de los Tratados, los Tratados de adhesión de los Estados miembros a la Unión Europea y otros Tratados.

“En conjunto, estos Tratados establecen la división de poderes entre la Unión y los Estados miembros y definen el proceso de adopción de decisiones, las competencias de las instituciones de la Unión y el ámbito de sus actividades en cada área de la política.”⁸⁵

En segundo plano, el Derecho Derivado es el de mayor trascendencia a efectos del presente estudio. A través del ejercicio de las potestades normativas establecidas en los instrumentos del Derecho Primario, los organismos comunitarios expiden reglamentos, directivas, decisiones, recomendaciones y dictámenes, contemplados éstos en el artículo 288 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea.

Complementariamente, la jurisprudencia del , los acuerdos internacionales de la Unión, los convenios entre los Estados miembros, las resoluciones, declaraciones, conclusiones y comunicaciones interpretativas de la Comisión, forman parte de este engranaje.

Para una mejor comprensión, definiremos los principales instrumentos del Derecho Derivado:

b.1 Los reglamentos son actos jurídicos emitidos por el Parlamento o el Consejo, directamente aplicables en todos los Estados miembros a partir de su entrada en vigor, y no necesitan ser incorporados a través del desarrollo de legislación específica, sin que esto signifique que el legislativo interno no pueda hacerlo.

b.2 Por el contrario, las **directivas** pese a ser obligatorias, dejan a potestad del propio Estado la forma de incorporarlas dentro del ordenamiento jurídico dentro del plazo que éstas prevean, pero necesariamente previo a invocarse, deberán ser traspuestas a la legislación nacional.

⁸⁵ European Justice. *Derecho de la UE* [en línea] disponible en https://e-justice.europa.eu/content_eu_law-3-es.do

“El incumplimiento de un estado miembro de sus obligaciones de transposición de las directivas, o de sus obligaciones con relación a los reglamentos o decisiones, podrían desencadenar la declaración de incumplimiento declarada por el Tribunal Europeo de Justicia.”⁸⁶

b.3 Las **decisiones** igualmente tienen un carácter obligatorio y de efecto inmediato, no obstante a diferencia del Reglamento pueden no ser de carácter legislativo, ni dirigirse en forma *general sino para uno o varios Estados miembros determinados*.

“Las decisiones son actos legislativos cuando son adoptadas conjuntamente por:

- *el Parlamento Europeo y el Consejo siguiendo el procedimiento legislativo ordinario;*
- *el Parlamento Europeo con la participación del Consejo, o*
- *el Consejo con la participación del Parlamento Europeo siguiendo el procedimiento legislativo especial.*
- *En otros casos, las decisiones son actos no legislativos. Pueden ser adoptadas, por ejemplo, por el Consejo Europeo, el Consejo o la Comisión.”⁸⁷*

b.4 Las **Recomendaciones** son actos jurídicos de carácter no vinculante, sin embargo se insta siempre a su aplicación, aun cuando su inobservancia no produzca ninguna consecuencia de carácter legal.

b.5 Los **dictámenes** pueden ser emitidos por la Comisión, Consejo y Parlamento, el Comité de las Regiones y el Comité Económico y Social Europeo. Tampoco tienen un carácter vinculante u obligatorio, y se utilizan sobre todo de forma complementaria en casos específicos.

En suma, cada uno de los instrumentos jurídicos existentes en el Derecho Derivado tiene una calidad especial, y se dirige a la reglamentación con alcances diferentes, no obstante en el marco de servicios financieros (que incluye valores) existe un proceso conocido como Lamfalussy que desarrollaremos en el siguiente apartado.

c.- Proceso Lamfalussy respecto de servicios financieros

Los servicios financieros, han sido desde el año 2001 sujetos de un sistema de regulación especial, nos referimos al proceso Lamfalussy, denominado así en honor al presidente del Comité de asesores que lo concibió. Básicamente, el proceso se desarrolla en 4 niveles, de la siguiente manera:

⁸⁶ A. Jiménez. *Derecho Derivado de la Unión Europea* [en línea] disponible en <http://leyderecho.org/derecho-derivado-de-la-union-europea/>

⁸⁷ Unión Europea. *Cómo se toman las decisiones en la UE* [en línea] disponible en https://europa.eu/european-union/eu-law/decision-making/procedures_es

- El primer nivel comprende las Directivas y Reglamentos formuladas por el Parlamento Europeo y el Consejo. ESMA, puede eventualmente prestar asistencia técnica cuando se le requiera.
- El segundo nivel se compone de Directivas y Reglamentos expedidos por la Comisión Europea, es básicamente un nivel de “adopted, adapted & updated” con un carácter de implementación y desarrollo operativo de las disposiciones de nivel uno.
- ESMA tiene un papel fundamental emitiendo normas de carácter técnico, que bien pueden ser incorporadas por los organismos referidos o, en su defecto, mantener una mera implementación a través de formularios, modelos, etc.
- En el tercer nivel, ESMA se encargará de emitir guías y recomendaciones conforme al derecho de valores de la UE, mismas que no tendrán carácter obligatorio, sin perjuicio del sistema “cumplir o explicar” en el cual deberá justificarse su no aplicación.
- El cuarto nivel se basa en la vigilancia de la aplicación y cumplimiento de la legislación comunitaria y las disposiciones de ESMA dentro de todos los países miembros, para el efecto dicho organismo podrá realizar labores investigativas y remitir los resultados a las autoridades nacionales pertinentes.

Para representar de forma gráfica, veremos como el sistema normativo que opera en los países miembros de la UE puede verse de la siguiente forma:

Gráfico 8. Niveles del proceso Lamfalussy



Fuente: Elaboración propia

El proceso Lamfalussy define claramente la jerarquía que cada norma ocupa dentro del sistema legislativo comunitario, dotando así de una claridad absoluta en las funciones que a cada organismo de la UE le corresponden. Todo esto ha permitido que con una legislación fortalecida se intensifiquen cuestiones como la transparencia y seguridad jurídica a nivel internacional.

Es importante resaltar que cada instrumento jurídico debe guardar concordancia con lo dispuesto en los que le sean jerárquicamente superiores, de manera que se mantiene una coherencia legislativa que permita a los Estados miembros dilucidar la ratio legis de cada norma.

2.2.2 Marco jurídico del régimen sancionador

2.2.2.1 Jerarquía normativa en España

Luego de expuesto el sistema jurídico de la Unión Europea, tanto en forma general como el sistema particular existente sobre servicios financieros, comentaremos brevemente el orden jerárquico normativo español.

El artículo 9.3 de la Constitución española determina que “La Constitución garantiza el principio de legalidad, la jerarquía normativa, la publicidad de las normas, la irretroactividad de las disposiciones sancionadoras no favorables o restrictivas de derechos individuales, la seguridad jurídica, la responsabilidad y la interdicción de la arbitrariedad de los poderes públicos.”

De acuerdo a esta garantía, ha de entenderse que existe un orden de prioridad que rige la aplicación del derecho. El artículo 1 del Código Civil reafirma este principio de jerarquía normativa cuando señala que la ley es preferente a la costumbre, y éstas dos preferentes a su vez a los principios generales del Derecho; pese a lo dicho, el núcleo fundamental del derecho se encuentra vivamente representado en la ley, razón por la cual debemos referir el orden de prelación de las normas españolas.

La jerarquía normativa española, puede verse representada claramente en el gráfico que sigue:

Gráfico 9. Jerarquía normativa en España



Fuente: GPC. Principio de jerarquía normativa Oposición Policía Nacional⁸⁸

Como se observa, el Derecho Comunitario se encuentra por encima de cualquier otra norma, seguido por la Constitución, Tratados Internacionales y a continuación los distintos rangos de leyes y reales decretos.

Por lo cual, el mercado de valores debe observar el cumplimiento de las distintas disposiciones existentes de acuerdo a la jerarquización expuesta.

2.2.2.2 Normativa esencial

Nos referiremos a las principales disposiciones que causan obligaciones en el ámbito de los mercados de valores, tratándose éstas en el orden jerárquico aplicable que ya se ha estudiado previamente:

- En primer lugar, nos encontramos ante la **Directiva 2014/65/UE** del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Esta normativa contiene las decisiones de MIFID II, a través de la cual se logra armonizar la regulación sobre los mercados de valores, los instrumentos financieros negociados y con los clientes de las entidades financieras que prestan servicios de inversión y protección al inversor.

⁸⁸ GPC. Principio de Jerarquía normativa. Oposición Policía Nacional. Temario y test gratis [en línea] disponible en <http://temario-oposiciones-policia-nacional.blogspot.com.es/2016/04/oposicion-temario-policia-nacional-el-principio-de-jerarquia-normativa.html>

- En segundo puesto, el **Reglamento (UE) No 600/2014** del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) No 648/2012, se desarrollan.
- Existen otros Reglamentos delegados que desarrollan operaciones y actividades específicas del mercado de valores que por su nivel de profundidad y particularidad no los desarrollaremos en este trabajo.
- Como se ha mencionado, el desarrollo en general de todas las obligaciones, sanciones y demás disposiciones aplicables en el mercado de valores se encuentra en el **Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores**, publicado en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre.
- El **Real Decreto-ley 21/2017**, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores. Este instrumento es uno de los últimos en incorporar las medidas de **MIFID II**, con lo cual existen disposiciones pendientes de actualizar e incorporar en el TRLMV.

Por esto último, y para dar plena efectividad al cumplimiento de las obligaciones de la Directiva 2014/65/UE, de 15 de mayo de 2014 y del Reglamento (UE) n.º 600/2014, de 15 de mayo de 2014, el legislador ha considerado indispensable incorporar un correspondiente régimen sancionador que tipifique específicamente las infracciones relacionadas con las nuevas obligaciones impuestas en este Real Decreto-ley.⁸⁹

Bajo esta consideración, y siendo que MIFID II (tanto la Directiva como el Reglamento) entró en plena vigencia desde el 3 de enero de 2018, existe un proyecto de ley tramitándose al momento conocido bajo la denominación “PROYECTO DE LEY 121/000017 Proyecto de Ley de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores (procedente del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre).”⁹⁰ Dentro del cual se regulan determinados aspectos del régimen jurídico de los centros españoles de negociación de instrumentos financieros. Esto por fuera del proyecto de Ley del Mercado de Valores que también se encuentra en proceso de aprobación.

2.2.2.3 *Ámbito de supervisión, inspección y sanción*

Como se ha mencionado, el desarrollo en general de todas las obligaciones, sanciones y demás disposiciones aplicables en el mercado de valores se encuentra en TRLMV.

De acuerdo a dicha norma, la CNMV es el organismo supervisor, cuya labor de vigilancia y control está centrada en la protección de los mercados y de los inversores, entonces para hacer efectivo este deber es necesario que ejerza un poder coercitivo que

⁸⁹ AF El asesor Financiero. *Aprobado el RD que traspone MiFID II con un aumento de las sanciones hasta los 5 millones* [en línea] disponible en <https://elasesorfinanciero.com/aprobado-rd-traspone-mifid-ii-aumento-las-sanciones-los-5-millones/>

⁹⁰ El texto completo del Proyecto de Ley 121/000017 puede encontrarse en: http://www.congreso.es/public_oficiales/L12/CONG/BOCG/A/BOCG-12-A-17-1.PDF

le permita no sólo detectar las conductas antijurídicas sino también castigarlas apropiadamente.

Es por ello que, atado a esta facultad de supervisión también le corresponde una facultad de inspección y sanción, dirigida a los sujetos enunciados en el artículo 233 del TRLMV:

“Artículo 233. Ámbito de la supervisión, inspección y sanción.

*1. **Quedan sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción** establecido en esta ley, a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores:*

a) Las siguientes personas y entidades, en lo que se refiere al cumplimiento de esta ley y su normativa de desarrollo, así como de las normas de Derecho de la Unión Europea que contengan preceptos específicamente referidos a las mismas:

*1.o **Las sociedades rectoras de los mercados secundarios oficiales**, las entidades rectoras de los sistemas multilaterales de negociación y de los sistemas organizados de contratación, las entidades de contrapartida central y los depositarios centrales de valores. *Queda excluido el Banco de España.**

*2.o **La Sociedad de Bolsas** y las sociedades que tengan la titularidad de la totalidad de las acciones o de una participación que atribuya el control, directo o indirecto, de las entidades previstas en el número anterior.*

*3.o **Las empresas de servicios de inversión** españolas, extendiéndose esta competencia a cualquier oficina o centro dentro o fuera del territorio nacional.*

*4.o **Las empresas de servicios de inversión autorizadas en Estados no miembros** de la Unión Europea que operen en España.*

*5.o **Los agentes** de las entidades que presten servicios de inversión.*

*6.o La **sociedad gestora del fondo de garantía de inversiones**.*

*7.o Quienes, no estando incluidos en las letras precedentes, ostenten la condición de **miembro** de algún mercado secundario oficial o de los sistemas de compensación y liquidación de sus operaciones.”*

Por lo tanto, la CNMV está en capacidad de sancionar el incumplimiento de las disposiciones y obligaciones que correspondan a los referidos miembros de los mercados de valores. Esta facultad de supervisión y sanción también se aplica a las IIC, de acuerdo a las obligaciones que les corresponden por la Ley 35/2003 de 4 de noviembre. Brevemente señalaremos que dicha normativa es aplicable a las figuras de fondos de inversión, sociedades de inversión, sociedades gestoras de las instituciones de inversión colectiva y a sus sociedades depositarias.

Así también compete a la CNMV la supervisión de los sujetos contemplados en dos normativas adicionales: la Ley de Entidades Capital Riesgo (ECR), publicada mediante Ley 22/2014, de 12 de noviembre, y a los detallados en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial (FFE).

Con el fin de exponerlo de manera más didácticamente, el siguiente gráfico se detalla la totalidad de sujetos bajo la supervisión y sanción de la CNMV:

Gráfico 10. Sujetos a supervisión de la CNMV



Fuente: Elaboración propia

2.2.3 Infracciones tipificadas en actuaciones dentro del Mercado de Valores

Según la legislación vigente, la consideración de infracciones responde al cometimiento de conductas por acción o por omisión, que se traduzcan como incumplimiento de determinados requisitos, comportamientos u obligaciones tales como

la reserva de actividad y/o de la obligación de obtener autorizaciones exigidas, entre otras tantas.

El artículo 271 del TRLMV señala que personas físicas y las entidades a las que les sea de aplicación las normas del mercado de valores tendrán responsabilidad administrativa sancionable, sin perjuicio de las responsabilidades que se establezcan para cargos quienes hayan desempeñado de administración o dirección.

La referida normativa, clasifica a las infracciones como muy graves, graves y leves, de acuerdo a su grado de afectación, y en términos generales sanciona los siguientes puntos:

Tabla 1. Infracciones en la legislación española

Incumplimiento de obligaciones relativas a:	Articulado del TRLMV		
	Infracción MUY GRAVE	Infracción GRAVE	Infracción LEVE
Reserva de actividad y la obligación de obtener autorizaciones exigidas.	278	291	-
Correcto funcionamiento del mercado primario de valores y la negociación de instrumentos financieros en los mercados secundarios de valores	279	292	-
Oferta pública de adquisición.	280	293	-
Sistemas de compensación y liquidación y registro de valores.	281	294	-
Transparencia e integridad del mercado.	282	295	-
Organización interna y de las exigencias prudenciales debidas	283	296	-
Información y protección al inversor	284	296	-
Medidas adoptadas por la CNMV	285	297	-
Reglamento (UE) 236/2012, de 14 de marzo.	286	298.1	-
Reglamento (UE) 648/2012, de 4 de julio.	287	298.2	-

Reglamento (UE) 909/2014, de 23 de julio de 2014.	288	298.3 298.4	-
Agencias de calificación crediticia y a las participaciones significativas.	289	299	-
Retrasos e incumplimientos con clientes	-	-	300

Fuente: Elaboración propia

El TRLMV desarrolla en cada uno de los ítems transcritos en la tabla precedente, conductas específicas que producen un efecto de infracción, con un nivel de detalle y especificidad que garantizan tanto al administrado como al juzgador la aplicación inequívoca de la norma.

Resulta claro que las infracciones descritas recogen todos los supuestos de incumplimiento de las normas reguladoras, entendiendo que existe normativa comunitaria al respecto, y contienen también las obligaciones concernientes a cada participante de los mercados de valores; no obstante a la fecha de este trabajo no se ha aprobado el nuevo texto de la Ley de Mercado de Valores, dentro del cual se incorporarán nuevas obligaciones a ciertos partícipes del mercado.⁹¹

En todo caso, a efectos de este estudio haremos mención de las infracciones concernientes a abuso de mercado, por considerarse éstas como las más relevantes y concurrentes en el medio.

2.2.3.1 Manipulación de mercado

Para entender por qué es tan pernicioso el abuso del mercado, hay que partir de los bienes jurídicos que protege toda la normativa existente en la rama, que son principalmente la integridad de los mercados de valores y la protección al inversor. Por tanto, es lógico que las conductas que manipulan de alguna forma el mercado afecten su formación y afecten la equidad y el trato justo de los inversores.

Nuria Baena, en su trabajo titulado “La regulación del abuso de mercado^[1] en Europa y Estados Unidos” expone al respecto:

“La manipulación de mercado abarca un amplio abanico de situaciones: en las estructuras de monopolio u oligopolio de la actividad de intermediación, en la colocación de emisiones y ofertas públicas de venta, en la provisión de servicios de corretaje.... Algunas operaciones específicas especialmente sensibles son:

- las salidas iniciales a bolsa, en relación al valor real de la compañía

⁹¹ Barrachina E. *Derecho del Mercado de Valores*. Editor Grupo Difusión, Madrid, p. 397

- los procesos de ajuste en la preapertura y cierre de los mercados electrónicos, pues es posible introducir órdenes con intención de manipular y retirarlas antes de que se ejecuten, si éstas no han tenido el efecto esperado.

-la determinación de precios de un activo de forma simultánea en varios mercados (mercados organizados y OTC) o en mercados vinculados o estrechamente relacionados con otros (mercado de contado y derivados)⁹²

Estos breves bosquejos dan cuenta de los momentos y las formas en que comúnmente se producen manipulaciones, básicamente en la salida del instrumento financiero sea en el mercado primario o secundario, y la alteración de precios en más de un mercado. El TRLMV en su apartado de infracciones concernientes a la transparencia del mercado, tipifica las siguientes infracciones referidas a:

1. Consolidación de estados contables.
2. Revisión de cuentas anuales por un auditor y retraso en la remisión de éstas a la CNMV, o cualquier otra información financiera obligada.
3. Incumplimiento o retraso en el deber de información de modificaciones en la emisión de valores, operaciones con acciones/participaciones con derecho a voto, operaciones de autocartera.
4. No publicación, o publicación incompleta o inexacta de ratio de apalancamiento de la entidad, información de instrumentos y metodologías que reflejen el perfil de riesgo.
5. Información relevante cuando de ello se haya puesto en grave riesgo la transparencia e integridad del mercado.

Así también, en orden a proteger la integridad del mercado, prevé las siguientes infracciones:

1. Operaciones que reflejen alteraciones de oferta, demanda o precio, concierto de una o varias personas, empleo de dispositivos ficticios, difusión de información falsa o engañosa, que ocasionen una alteración significativa en la cotización.
2. Preparar, comunicar o recomendar operaciones a un tercero en uso de información privilegiada, que resulte en un volumen importante de recursos, valores o instrumentos financieros que debió conocer los administradores, directores del emisor, u otros por su profesión.
3. Adopción de medidas preventivas que se relacionen con la operación constitutiva de información privilegiada.

Podemos ver que existen parámetros definidos e identificados que describen conductas de manipulación de mercado, incluyendo en muchas de éstas el incumplimiento a las obligaciones de remisión de información financiera, hechos y otras actuaciones relevantes, que consideraría cualquier inversor razonable.

⁹² Baena N. (2002) *La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos*. Dirección de Estudios¹¹Comisión Nacional del Mercado de Valores Monografías no 1. 2002. pág. 11

Por si estas líneas macro no fueran suficientes, el Derecho Comunitario ha desarrollado múltiples instrumentos jurídicos a través de los cuales se describen con mucha más minuciosidad operaciones a través de las cuales se efectúan manipulaciones de mercado. Entre los principales instrumentos citamos:

- Naturalmente el Reglamento UE 596/2014 sobre abuso de mercado que hemos referido anteriormente
- Reglamento Delegado (UE) 2016/522 de la Comisión, de 17 de diciembre de 2015, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a la exención relativa a determinados bancos centrales y organismos públicos de terceros países, los indicadores de manipulación de mercado, los umbrales de divulgación, la autoridad competente para las notificaciones de retrasos, la autorización de negociación durante períodos limitados y los tipos de operaciones de notificación obligatoria realizadas por los directivos.

2.2.3.2 Información privilegiada

Como es evidente, algunas de las prácticas consideradas como abusivas son aquellas relacionadas a información privilegiada, entendiéndose ésta como la información concreta, referida directa o indirectamente a valores negociables, instrumentos financieros o a emisores, que no se haya hecho pública y que, de hacerse o haberse hecho pública, podría o hubiera influido de forma apreciable, en su cotización en un mercado o sistema organizado de contratación.

Por tanto, los elementos básicos que precisan la información privilegiada es la concreción de la información, que ésta no se haya hecho pública y su influencia potencial sobre la cotización del instrumento o valor. Una vez que la información pierda uno de estos elementos, bien podría considerarse que ha perdido simultáneamente su calidad de privilegiada.

Básicamente, “la obligación de difundir públicamente la información privilegiada forma parte del sistema de transparencia obligatoria en los mercados de valores (mandatory full disclosure)⁹³, por lo cual la inmediatez en la difusión es sin duda no solo una obligación, sino también una forma de cubrir un riesgo para la sociedad.

El Reglamento sobre Abuso de Mercado no ordena un plazo para la difusión pública de información privilegiada, sino que se limita a ordenar que se haga pública «*tan pronto como sea posible*» («*as soon as possible*») al igual que la Directiva sobre Abuso de Mercado en su expresión «*cuanto antes*»; por su parte, el legislador nacional utiliza la terminología «*inmediatamente*» a fin de traducir esta obligación con un carácter más

⁹³ Vid. Assmann, H.-D., «§ 15 WpHG», en Assmann/Schneider(Hrsg.), *WpHG*, 6.a ed., Köln [Verlag Dr.Otto Schmidt], 2012, págs. 540-668.

urgente.

Esto último, nos lleva a analizar qué deberes de abstención existen mientras la información comporte los elementos que le otorguen el carácter de privilegiada, los que se enuncian en el artículo 227 del TRLMV:

- Preparar o realizar cualquier tipo de operación sobre los valores negociables o instrumentos financieros a los que se refiere la información [1] [SEP]
- Comunicar la información a terceros [1] [SEP]
- Recomendar a un tercero que adquiera o ceda valores negociables o instrumentos financieros, o que induzca a otro a realizarlo en base a dicha información [1] [SEP]

Se resume entonces que los deberes relativos a la información privilegiada no se limitan al uso propio, es decir por ejecución solo del portador de la información sino que también se considera como infracción su transmisión o recomendaciones a otras personas, que incluso cuando no conocen que la recomendación se hace basada en dicha información, tiene responsabilidad sobre el informante.

La Directiva 2004/72/CE de la Comisión, de 29 de abril de 2004, y la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo definen el significado de información privilegiada en el caso de instrumentos derivados sobre materias primas, adicionalmente prevén la elaboración de listas de personas con información privilegiada, para efectos de un mejor control de quienes conocen y en qué momento la información, y determinan deberes sobre la notificación de operaciones que realicen directivos.

2.2.4 Sanciones por la comisión de ilícitos administrativos

Como resultado del cometimiento de las infracciones contempladas en el ámbito del mercado de valores, se podrán imponer sanciones de carácter pecuniario, suspensión temporal de actividad o cargo, atendiendo estas sanciones al tipo de infracción que se haya cometido por el administrado. Posteriormente, y dependiendo de la gravedad de la sanción, la CNMV publicará la resolución en el Boletín Oficial del Estado (B.O.E.)

Para ilustrar a mayor detalle las sanciones correspondientes a cada tipo de infracción, la siguiente tabla recoge las aplicables en forma general, y de forma particular a personas jurídicas y físicas, y adicionalmente a los administradores o directivos a quienes se les atribuya directamente una conducta dolosa o culposa dentro de la infracción suscitada.

Tabla 2. Sanciones tipificadas en la legislación española

INFRACCIONES MUY GRAVES	INFRACCIONES GRAVES	INFRACCIONES LEVES
Sanción pecuniaria: Mínimo: valor de beneficio percibido Máximo: importe mayor entre: - Quíntuplo beneficio obtenido - 5% recursos propios entidad - 5% fondos usado en infracción - 600.000 euros	Sanción pecuniaria: Mínimo: valor de beneficio percibido Máximo: importe mayor entre: - doble beneficio obtenido - 2% recursos propios entidad - 2% fondos usado en infracción - 300.000 euros	Sanción pecuniaria: - hasta 30.000 euros.
Publicación en el BOE una vez sean firmes	Publicación en el BOE una vez sean firmes	
PERSONAS JURÍDICAS		
Suspensión/limitación de operaciones hasta 5 años	Suspensión/limitación de operaciones hasta 1 año	-
Exclusión de negociaciones	-	-
Revocación de autorización a entidades registradas	-	-
PERSONAS FÍSICAS		
Suspensión del cargo hasta 5 años	Suspensión del cargo hasta 1 año	
Separación del cargo e inhabilitación relativa hasta 5 años	-	-
Separación del cargo e inhabilitación absoluta hasta 10 años	-	-
ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS		
Sanción pecuniaria: Hasta 400.00 euros	Sanción pecuniaria: Hasta 250.00 euros	
Suspensión del cargo hasta 3 años	Suspensión del cargo hasta 1 año	
Separación del cargo e inhabilitación relativa hasta 5 años		

Separación del cargo e inhabilitación absoluta hasta 10 años		
Amonestación pública o privada	Amonestación pública o privada	

Fuente: Elaboración propia

Cabe anotar que en el caso de las infracciones tipificadas en los artículos 282.6 y 295.5 relacionados al uso de información privilegiada, y el artículo 278.2 respecto de infracciones de reserva de actividad, existen algunas especificaciones que se añaden a las citadas sanciones, no obstante la generalidad de sanciones se contiene en la tabla expuesta.

Es importante destacar que en el caso de las sanciones muy graves y graves, serán ser publicadas en el “Registro Público de sanciones por infracciones graves y muy graves, previsto en el artículo 92.h) de la Ley del Mercado de Valores”⁹⁴ a cargo de la CNMV, cuya duración será de 5 años a partir de que la sanción sea firme en vía administrativa.

El Consejo de Transparencia y Buen Gobierno, en su Resolución número. 44-R/2017 de 25 de abril señala que dicha publicación es esencialmente un mandato imperativo, considerando que:

*“Ciertamente es que, tratándose de infracciones muy graves y graves, el artículo 304 del TRLMV establece que **“las sanciones por infracciones muy graves y graves serán publicadas en el «Boletín Oficial del Estado» una vez que sean firmes en la vía administrativa**”;• no obstante, dicha publicación no se configura en el TRLMV como una sanción de amonestación pública, sino como un **mandato imperativo**, esto es, como un deber impuesto ex lege a la CNMV, no un mero acto potestativo, siendo el momento para cumplir ese deber el de adquisición de firmeza en vía administrativa, y no judicial, por parte del acto sancionador.”*⁹⁵

Complementariamente, diremos que según lo previsto en el Acuerdo de 26 de abril de 2017, del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre delegación de competencias, se delega al Presidente y Vicepresidente de la CNMV, la facultad de ordenar la inserción de las sanciones para su publicación en las correspondientes secciones del «Boletín Oficial del Estado» y en el Registro Público de las sanciones.

Más allá incluso de ser un deber impuesto como parte de las labores de la CNMV, consideramos que es parte de la protección al inversor, dado que al ser un registro público cualquier persona tiene acceso para consultar si la sociedad o la persona con la que está

⁹⁴ Se puede acceder al Registro de Sanciones de la CNMV a través del siguiente enlace: <https://www.cnmv.es/Portal/Consultas/RegistroSanciones/verRegSanciones.aspx>

⁹⁵ Consejo de Transparencia y Buen Gobierno, Resolución num. 44-R/2017 de 25 de abril, JUR\2017\212493

interesada en realizar negocios tiene algún tipo de antecedente, al menos durante los últimos 5 años en lo que a infracciones de mercado concierne.

Por último, las infracciones como bien conocemos, pueden ser sancionadas no sólo en el ámbito administrativo sino también en el ámbito penal, teniendo incluso éste prioridad sobre el administrativo, a tal punto que lo suspende hasta la resolución del primero por cuanto deben considerarse los hechos probados del proceso penal dentro del procedimiento administrativo⁹⁶, como se mencionó previamente en el estudio del principio non bis in ídem, no obstante limitaremos el alcance de este trabajo a las infracciones y sanciones de carácter administrativo.

2.2.4.1 Criterios de Dosimetría Punitiva

La potestad sancionadora otorgada a la CNMV, si bien se encuentra totalmente limitada por las sanciones previstas en el TRLMV no deja de contemplar cierto margen de aplicación, dentro del que se precisan criterios específicos bajo los cuales se ha de medir la calidad y antecedentes del infractor.

De ahí que sea fundamental la aplicación del principio de proporcionalidad, garantizado en todo proceso que implique el ejercicio de Ius Puniendi. Visto desde una perspectiva más garantista, el principio de proporcionalidad se mira incluso como límite a las facultades sancionatorias:

*“La **potestad sancionadora** de las entidades públicas si bien constituye una facultad legal, debe observar la aplicación de **límites a su acción** puesto que la creciente tendencia a extender su poder afecta directamente los derechos del sancionado o penado, y puede llegar a vulnerar estos derechos. Por ello, el **principio de proporcionalidad** en muchos de los casos ha sido utilizado como un mecanismo de garantía de los derechos individuales y como límite de la actividad represiva del Estado”⁹⁷.*

Bajo esta perspectiva, el administrado al tener como posible afectación la limitación a su ejercicio y participación en el mercado de valores, además de importantes sanciones pecuniarias e incluso penales, cuenta con criterios objetivos que de conformidad al artículo 310 del TRLMV permitirán al organismo sancionador dosificar la sanción más adecuada.

⁹⁶ ARTICULO 272.2. del TRLMV:

“No obstante lo previsto en el apartado anterior, cuando se esté tramitando un proceso penal por los mismos hechos o por otros cuya separación de los sancionables con arreglo a esta ley sea racionalmente imposible, el procedimiento quedará suspendido respecto de los mismos hasta que recaiga pronunciamiento firme de la autoridad judicial. Reanudado el expediente, en su caso, la resolución que se dicte deberá respetar la apreciación de los hechos que contenga dicho pronunciamiento.

⁹⁷ Ocaña Hinojosa, Pamela Anabel (2016). Principio de proporcionalidad en las sanciones de contratista incumplido y adjudicatario fallido de la Contratación Pública Ecuatoriana. Proyecto de Investigación previo a la obtención del Título de Abogada. Carrera de Derecho. Quito: UCE. Pág. 59

Artículo 310. *Criterios determinantes de las sanciones.*

1. *Las sanciones aplicables en cada caso por la comisión de infracciones muy graves, graves o leves se determinarán conforme a los criterios recogidos en el artículo 29.3 de la Ley 40/2015, de 1 de octubre, y los siguientes:*

- a) *La naturaleza y entidad de la infracción.*
- b) *El grado de responsabilidad de la persona física o jurídica responsable de la infracción.*
- c) *La solidez financiera de la persona física o jurídica responsable de la infracción reflejada, entre otros elementos objetivables, en el volumen de negocios total de la persona jurídica responsable o en los ingresos anuales de la persona física.*
- d) *La gravedad y persistencia temporal del peligro ocasionado o del perjuicio causado.*^[L]_[SEP]
- e) *Las pérdidas causadas a terceros por la infracción.*^[L]_[SEP]
- f) *Las ganancias obtenidas o, en su caso, las pérdidas evitadas como consecuencia de los actos u omisiones constitutivos de la infracción, en financiero o la economía nacional.*
- h) *La circunstancia de haber procedido a la subsanación de la infracción por propia iniciativa.*
- i) *La reparación de los daños o perjuicios causados.*
- j) *La colaboración con la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siempre que la persona física o jurídica haya aportado elementos o datos relevantes para el esclarecimiento de los hechos investigados, sin perjuicio de la necesidad de garantizar la restitución de los beneficios obtenidos o de las pérdidas evitadas por la misma.*
- k) *En el caso de insuficiencia de recursos propios, las dificultades objetivas que puedan haber concurrido para alcanzar o mantener el nivel legalmente exigido.*
- l) *La conducta anterior de la entidad en relación con las normas de ordenación y disciplina que le afecten, atendiendo a las sanciones firmes que le hubieran sido impuestas, durante los últimos cinco años.*

2. *Para determinar la sanción aplicable entre las previstas en los artículos 306 y 307, se tomarán en consideración, además, las siguientes circunstancias:*

- a) *El grado de responsabilidad en los hechos que concurra en el interesado.*
- b) *La conducta anterior del interesado, en la misma o en otra entidad, en relación con las normas de ordenación y disciplina, tomando en consideración al efecto las sanciones firmes que le hubieran sido impuestas durante los últimos cinco años.*
- c) *El carácter de la representación que el interesado ostente.*

Por tanto, los criterios aquí considerados permiten al organismo sancionador estudiar las condiciones de la conducta acontecida, así como los antecedentes del infractor que le permitan determinar –dentro del rango que la norma le prevé– la imposición de una sanción en su alcance máximo, mínimo o en la medida que considere proporcional.

Estos criterios tienen además una triple vertiente, por una parte pueden ayudar al administrado a matizar en cierta forma la gravedad, permitiéndole de alguna manera justificar el por qué de la infracción concurrida, o por otra parte perjudicarlo en el caso de que exista una recurrencia en la improbidad de la conducta del infractor.

En cualquiera de los casos la CNMV cuenta con los elementos suficientes que le permitan plantear la sanción que más adecuada considere, de acuerdo a las fases que corresponden al procedimiento sancionador que veremos a continuación.

2.2.5 Procedimiento sancionador

En general, todo procedimiento sancionador, naturalmente dentro del ámbito de las administraciones públicas se encuentra prescrito en la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas (en adelante LPAC), al igual que en la LJRSP, por lo cual las garantías generales prescritas en estas Leyes, así como plazos entre otras cuestiones serán aplicables al mercado de valores dentro de su ámbito sancionador.

Pero, no debe olvidarse que la CNMV ostenta entre sus facultades la de inspección e investigación, a partir de la cual se inicia el procedimiento sancionador que desarrollaremos.

2.2.5.1 Fase de Investigación

Para obtener información veraz, este organismo puede realizar todas las averiguaciones que considere oportunas. Las personas objeto de la investigación tienen el deber de poner a disposición de la CNMV cualquier libro, registro y en general los documentos que sean requeridos, independientemente de cuál sea su soporte.

El artículo 234 del TRLMV, señala que las facultades de supervisión e inspección se ejercerán de la siguiente manera:

- “a) **Directamente**, sin perjuicio de la facultad de recabar la colaboración de terceros en los términos establecidos en el artículo 235.*
- b) En **colaboración con otras autoridades**, nacionales o extranjeras, en los términos previstos en esta ley y sus normas de desarrollo.*
- c) Mediante **solicitud a las autoridades judiciales** competentes. En particular podrá solicitar el embargo o la congelación de activos.”*

Vemos entonces que existe una coordinación posible con otras autoridades nacionales o extranjeras, por ejemplo, realizar solicitudes de información a las entidades supervisoras del país de origen cuando el presunto infractor sea de origen de otro de los países de la Unión Europea; todo esto, con la finalidad de obtener un panorama certero sobre la conducta de la entidad inspeccionada.

Hay que recordar que no solo cuenta con facultades de investigación, sino también de inspección y con esto nos referimos a las inspecciones in situ, aquellas realizadas con presencia física, sin perjuicio de que también realice supervisiones a distancia. Todos estos planes de supervisión entre otros puntos son desarrollados por el documento denominado “*Procedimientos sobre la supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores*” (P01)⁹⁸.

2.2.5.1.1 Origen de la investigación

Básicamente resumiremos 3 posibles causas que pueden dar origen a una investigación:

- a.** De oficio, en ejercicio de la labor de supervisión de la CNMV.
- b.** Alertas comunicadas por empresas de servicios de inversión, terceros identificados o anónimos.
- c.** Reclamaciones de clientes/inversores perjudicados.

a. Como ya se ha referido, la Comisión se plantea un plan anual para supervisar determinados elementos a los sujetos dentro del ámbito de aplicación del TRLMV. En caso de detectar alguna actividad sospechosa, dará inicio a una investigación.

b. En segundo lugar, habrán otras ocasiones en las que se inicie una investigación a partir de la recepción de una alerta. Recordemos que de acuerdo al artículo 232.1 del TRLMV recae una obligación de información sobre las empresas de servicios de inversión cuando existan: los «indicios razonables para sospechar» respecto de las operaciones que sean solicitadas por sus clientes.

Dentro de esta categoría de alertas se incluye también a las realizadas a través de la dirección de correo electrónico comunicaciondeinfracciones@cnmv.es. La CNMV invita a que de percibirse que una empresa o persona física está realizando algún tipo de infracción contra la disciplina del mercado, comunique a través del referido canal tales sospechas, detallando a los nombres de los implicados, la supuesta infracción y la documentación que se adhiera de ser posible. La revelación de la entidad del denunciante será potestativa de éste; en todo caso estará bajo la protección de la Ley Orgánica 15/1999, de 13 de diciembre, sobre Protección de Datos de Carácter Personal y demás legislación aplicable (CNMV, 2017)⁹⁹.

c. Por último, no debe descartarse que los clientes o inversores que se sientan perjudicados por una actuación de un intermediario y en general aquellas personas que quieran realizar una reclamación podrán hacerlo remitiendo un formulario digitalmente ante el Servicio de Reclamaciones de la CNMV. En principio esta reclamación deberá cumplir con algunos requisitos para su calificación, y no se referirá necesariamente a una infracción como tal, sin perjuicio de que, de considerarse pertinente el organismo

⁹⁸ CNMV. P01 ob.cit.

⁹⁹ CNMV. (2017). Comunicación de posibles infracciones en el ámbito de los mercados de valores [en línea] disponible en <https://www.cnmv.es/portal/whistleblowing/presentacion.aspx>

supervisor pueda realizar una investigación que proponga como resultado el inicio de un procedimiento sancionador.

2.2.5.1.2 Informe razonado

Una vez que la Dirección correspondiente (de acuerdo al tipo de infracción suscitada) hubiere efectuado las actuaciones e investigaciones pertinentes, independientemente de la causa que dió origen a la investigación, el RRI de la CNMV exige en el artículo 36 que se presente un informe que:

*“...deberá ser suscrito por el Director General correspondiente y especificará los posibles incumplimientos, la norma o normas presuntamente vulneradas y cuantas circunstancias puedan aclarar o precisar la conducta irregular advertida. El informe **deberá contar con el oportuno dictamen de legalidad**, emitido por la Dirección General del Servicio Jurídico. Corresponderá, en todo caso, al Comité Ejecutivo de la CNMV la propuesta de incoación de los expedientes sancionadores. Igual tramitación se seguirá en los casos de denuncia”.*

Complementariamente, el P01 en su numeral 6 detalla los requisitos que dicho informe deberá mínimamente contener:

1. La relación de los hechos evidenciados.
2. La propuesta sobre las comunicaciones formales o advertencias que se estime conveniente dirigir a las personas o entidades afectadas.
3. La propuesta sobre las medidas preventivas, cautelares, correctivas o sancionadoras que se considere oportuno adoptar.

Por tanto, el informe estará sujetos a dos requisitos sine qua non: la suscripción por parte del Director General del área a la que correspondiera la investigación y la emisión del dictamen de legalidad emitido por el área jurídica. Esta última exigencia es de suma importancia dado que con ello se verificará que el informe cuente con todos los requisitos que el citado artículo señala, pero sobre todo que se enmarque dentro de las conductas infraccionadas y sancionadas en la ley.

2.2.5.2 Fase de Incoación

El referido informe, así como el correspondiente dictamen de legalidad serán puestos a consideración del Comité Ejecutivo de la CNMV, quienes de conformidad al artículo 273 del TRLMV, y al tratarse del organismo máximo dentro de la estructura de la CNMV, deliberará la procedencia de iniciar o no el trámite administrativo de sanción.

2.2.5.2.1 Acuerdo de iniciación

De ser el caso que el Comité Ejecutivo haya considerado pertinente iniciar un procedimiento sancionador, deberá emitir un acuerdo de iniciación, que según los requisitos contemplados en el artículo 64 de la LPAC, deberá contener:

- a) **Identificación** de la persona o personas presuntamente **responsables**.
- b) Los hechos que motivan la incoación del procedimiento, su posible calificación y las sanciones que pudieran corresponder, sin perjuicio de lo que resulte de la instrucción.
- c) **Identificación del instructor** y, en su caso, Secretario del procedimiento, con expresa indicación del régimen de recusación de los mismos.
- d) **Órgano competente para la resolución** del procedimiento y norma que le atribuya tal competencia, indicando la posibilidad de que el presunto responsable pueda reconocer voluntariamente su responsabilidad, con los efectos previstos en el artículo 85.
- e) **Medidas de carácter provisional** que se hayan acordado por el órgano competente para iniciar el procedimiento sancionador, sin perjuicio de las que se puedan adoptar durante el mismo de conformidad con el artículo 56.
- f) **Indicación del derecho a formular alegaciones** y a la audiencia en el procedimiento y de los plazos para su ejercicio, así como indicación de que, en caso de no efectuar alegaciones en el plazo previsto sobre el contenido del acuerdo de iniciación, éste podrá ser considerado propuesta de resolución cuando contenga un pronunciamiento preciso acerca de la responsabilidad imputada.”

Este acuerdo deberá ser comunicado prioritariamente al administrado, en los diez siguientes a su expedición (artículo 40 de la LPAC) a fin de que se configure su derecho a ejercer todos los elementos que en su defensa prevea. Simultáneamente, deberá notificarse al instructor del procedimiento designado, para que éste pueda dar inicio a sus respectivas diligencias y actuaciones.

“El acuerdo de incoación **tiene que contener** un “pronunciamiento preciso acerca de la responsabilidad imputada”, lo que, según nuestros Tribunales, incluye: la **definición** de la conducta infractora, el **artículo legal** en el que se recoge esa conducta como infracción, y, la **sanción concreta** que cabe imponer. Si se dicta directamente resolución, omitiéndose la propuesta, y el acuerdo de iniciación no incluye lo citado en el párrafo anterior, el procedimiento sancionador es **nulo de pleno derecho**”¹⁰⁰.

Este análisis da cuenta de la importancia que conlleva la correcta elaboración y notificación de este documento, pues efectivamente forma parte del debido proceso y permite al administrado conocer el alcance y la forma en que se sustanciará su proceso, de manera que deberá tenerse especial cuidado en el cumplimiento de cada uno de los puntos que indica el artículo 64 de la LPAC.

¹⁰⁰ Cartaya C. (2007) Acuerdo de Incoación de un Procedimiento Sancionador sin Determinar la Sanción. Melián abogados [en línea] disponible en <https://mymabogados.com/procedimiento-sancionador.html>

Así también, los interesados dispondrán de un plazo dentro del cual podrán para aportar las alegaciones, documentos e incluso proponer prueba de considerarlo pertinente, de ahí que sea fundamental que dicho plazo se encuentre expresamente previsto en la notificación de inicio del proceso.

Otro de los recursos con los que cuenta el administrado, de acuerdo al artículo 85 de la LJRSP, es el reconocimiento de su responsabilidad en cualquier momento previo a que se emita la resolución sancionadora. O, en su defecto podrá realizar un pago voluntario que corresponda al importe de la posible sanción pecuniaria; la gran ventaja en cualquiera de los dos casos es que el infractor podrá obtener una reducción del 20% del valor de la multa, en cada uno de los supuestos.

2.2.5.2.2 Pliego de cargos

Hasta el momento hemos visto que el acuerdo de iniciación o también llamado de incoación debería idealmente contener todos los requisitos detallados en el artículo 64 de la LPAC, sin embargo existirán situaciones excepcionales cuando no se hayan cumplimentado cada uno de éstos y aun así se dé cabida al procedimiento sancionador.

Dichas excepciones se refieren a la falta de elementos que permitan la calificación inicial de los hechos que motiven el procedimiento, de forma que aunque existan verdaderamente conductas y actuaciones presumiblemente infractoras, no se pueda de primer momento realizar su calificación.

Al respecto, el artículo 6 del Real Decreto 2119/1993 especifica los elementos que, luego de las primeras diligencias, y bajo responsabilidad del instructor deberá contener el pliego:

- 1. Diligencias practicadas hasta el momento de su formulación.*
- 2. Concreción de los hechos imputados a cada presunto responsable.*
- 3. Tipificación de la infracción.*
- 4. Sanciones que se podrían imponer.*
- 5. La autoridad competente para imponer la o las sanciones y la norma que atribuya tal competencia.*

Asimismo, este documento deberá ser notificado a la parte pasiva, con la indicación de que en el plazo de 20 días desde su notificación para alegar las cuestiones de las que se crean asistidos, aportar documentación y solicitar pruebas.

2.2.5.2 Fase de Instrucción

Si bien es cierto que, en todo procedimiento sancionador se exige la separación de la fase de instrucción y la fase sancionadora, esta exigencia queda en el derecho administrativo un tanto matizada, de forma que se traduce como una separación orgánica interna, y no precisamente de la entidad pública per se. Esta consideración se pone de manifiesto dado que la CNMV realiza esta separación cuando encarga la responsabilidad

de la instrucción a un instructor individual, para posteriormente ser el Consejo quien tome la decisión a través de la resolución.

La regulación a las actuaciones del instructor, persigue como objetivo que a lo largo de los sucesivos trámites y guardando la debida confidencialidad, éste pueda llegar a una perfecta determinación de los hechos que motivan la apertura del procedimiento. De estas actuaciones, cabe que la calificación inicial se modifique, en cuyo caso:

“3. Si como consecuencia de la instrucción del procedimiento resultase modificada la determinación inicial de los hechos, de su posible calificación, de las sanciones imponibles o de las responsabilidades susceptibles de sanción, se notificará todo ello al inculpado en la propuesta de resolución.”¹⁰¹

Hay que recalcar que acorde al Real Decreto 2119/1993, cabe la posibilidad de que se nombren otros instructores o secretarios adjuntos, si la complejidad del procedimiento así lo requiere; así también podrán solicitar los informes técnicos o jurídicos necesarios para soportar la instrucción de forma cabal.

2.2.5.2.1 Medidas provisionales

Narbón Láñez define a las medidas provisionales como la “...actuación de la administración de carácter instrumental, que ante un riesgo inminente y grave de que se frustrate la resolución definitiva que pueda recaer en el procedimiento administrativo, se anticipa a esa resolución con el fin de asegurar su eficacia”¹⁰²

De tal forma, a fin de que se garantice la investigación, o el resguardo de la eficacia que podrá tener un futuro procedimiento administrativo, será procedente aplicar ciertas medidas de carácter provisional, es decir de carácter temporal.

Para un mejor entendimiento, creemos importante realizar una distinción entre las conocidas como medidas cautelares y las medidas provisionales: “No obstante, de los distintos preceptos de la LRJPAC que hacen referencia estas medidas puede extraerse que se emplea el término “medidas provisionales” para referirse a las adoptadas en el curso del procedimiento o antes de su inicio, mientras que se habla de “medidas cautelares cuando las medidas en cuestión se orientan a la garantía de la resolución en tanto sea ejecutiva”¹⁰³.

Acogiendo esta diferenciación, y bajo la terminología propiamente del artículo 234 del TRLMV, una vez que se ha iniciado el procedimiento sancionador, y en

¹⁰¹ Real Decreto 1398/1993, de 4 de agosto, por el que se aprueba el Reglamento del Procedimiento para el Ejercicio de la Potestad Sancionadora. *Boletín Oficial del Estado* 9 agosto 1993

¹⁰² “Las medidas cautelares en el procedimiento administrativo. Especial referencia a la suspensión en vía administrativa”, en J.C. Fernández de Aguirre (dir.), *Valoración de la Ley 30/1992 tras cinco años de vigencia, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1977, p. 179*

¹⁰³ Marina Jalvo Belén. *Medidas provisionales en la actividad administrativa*. Editorial LEX Nova. España 2007, p. 17

consideración al principio de proporcionalidad, bajo el supuesto de garantizar la eficacia de la resolución, es posible que se dispongan las siguientes medidas provisionales:

- a) Acceder a cualquier documento bajo cualquier forma y recibir una copia del mismo.*
- b) Requerir de cualquier persona la remisión de información en el plazo que razonablemente fije la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, si es necesario, citar y tomar declaración a una persona para obtener información.*
- c) Realizar inspecciones con presencia física en cualquier oficina o dependencia.*
- d) Requerir los registros telefónicos y de tráfico de datos de que dispongan.*
- e) Requerir el cese de toda práctica que sea contraria a las disposiciones establecidas en esta ley y sus normas de desarrollo, así como requerir que no se repita dicha práctica en el futuro;*
- f) Solicitar el embargo o la congelación de activos.*
- g) Exigir la prohibición temporal para ejercer actividad profesional.*
- h) Recabar de los auditores de las empresas de servicios de inversión y de las entidades del artículo 233.1.a).1.º y 2.º cualquier información que hayan obtenido en el ejercicio de su función.*
- i) Adoptar cualquier tipo de medida para asegurarse que las personas y entidades sometidas a su supervisión cumplen con las normas y disposiciones aplicables, o con los requerimientos de subsanación o corrección realizados, pudiendo exigir a tales personas y entidades, aislada o colectivamente y a tal fin, la aportación de informes de expertos independientes, auditores o de sus órganos de control interno o cumplimiento normativo.*
- j) Acordar la suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que las personas físicas o jurídicas puedan hacer en el mercado de valores.*
- k) Acordar la suspensión o exclusión de la negociación de un instrumento financiero, ya sea en un mercado secundario oficial o en un sistema multilateral de negociación.*
- l) Remitir asuntos para su procesamiento penal.*
- m) Autorizar a auditores o expertos a llevar a cabo verificaciones o investigaciones, de acuerdo con lo previsto en el artículo 253.6.c).”*

2.2.5.2.2 Prueba

Dentro de fase de instrucción, y luego de recibidas las alegaciones o en su caso cuando el período para dicho efecto ya hubiere transcurrido, es posible que el instructor a petición del interesado abra un período de pruebas que puede durar como mínimo diez días pero no más de 30, cuestiones que se contemplan en el artículo 77 y 78 de la LPAC.

De ser el caso que el instructor considere que la prueba es improcedente e innecesaria, denegará la solicitud de la misma a través de una resolución motivada, caso

contrario el administrado tendrá derecho a presentar todos los medios de prueba que en Derecho se admiten.

2.2.5.2.3 Audiencia

Antes de redactar la propuesta de resolución, se dará audiencia al o los sancionados, con el fin de que realicen las alegaciones y aporten los documentos que consideren adecuados, no obstante será posible del trámite de audiencia cuando no figuren en el procedimiento ni sean tenidos en cuenta en la resolución otros hechos ni otras alegaciones y pruebas que las aducidas por el interesado, según lo señalado el numeral 4 del artículo 82 de la LPAC.

2.2.5.2.4 Propuesta de resolución

El instructor del procedimiento, naturalmente al ser el encargado de proponer las sanciones correspondientes, realizar diligencias de investigación, recabar y valorar pruebas es quien debe determinar si del resultado de este ejercicio corresponde la calificación de una infracción leve, grave o muy grave, o, por otro lado si considera que corresponde el archivo del procedimiento.

Podrá concluirse el archivo de las actuaciones cuando concurren alguna de las siguientes circunstancias:

- a) La inexistencia de hechos que sean una infracción.
- b) No acreditación de hechos.
- c) Cuando los hechos probados no constituyan, de modo manifiesto, infracción administrativa.
- d) Imposibilidad de identificar a un responsable o bien aparezcan exentos de responsabilidad.
- e) Prescripción de la infracción.¹⁰⁴

De ser este el caso, el instructor no tendrá la obligación de formular una propuesta de resolución. En oposición, si se identificó una infracción, el instructor deberá formular una propuesta de resolución ante el Consejo de la CNMV, donde se determinen los hechos probados, su exacta calificación jurídica, la infracción identificada y su sanción propuesta, la persona o personas responsables y de manera especial la valoración de las pruebas practicadas, sobre todo las que hayan dado fundamentos básicos de la decisión, por último deberá detallarse también las medidas provisionales que se hubieren empleado.

¹⁰⁴ Art. 89 LPAC

En cumplimiento a lo dispuesto en el artículo 40 de la LPAC, deberá ser notificado a los interesados a fin de que presenten sus alegaciones.

2.2.5.2 Fase de Resolución

El artículo 21.1 de la LPAC determina que “La Administración está obligada a dictar resolución expresa y a notificarla en todos los procedimientos cualquiera que sea su forma de iniciación.”

Esta obligación de la administración pública en general, tiene aún mayor importancia cuando de procedimientos administrativos sancionadores se trata pues a través de la expedición de este acto administrativo, el administrado tiene conocimiento de las responsabilidades y sanciones que le corresponden o del sobreseimiento de éstas.

Precisamente, al tratarse de un documento que de primer plano “finaliza” el procedimiento sancionador, debe estar motivado de forma clara e inequívoca, por lo cual la Administración podrá solicitar a otros organismos los informes técnicos que considere pertinentes, los cuales servirán para dar mayor claridad a la resolución del asunto. Esta potestad tiene un alcance especial cuando se trata de entidades de crédito, en cuyo caso se requerirá un informe preceptivo por parte del Banco de España cuando se trate en infracciones graves o muy graves; en tanto se reciba el informe operará la suspensión del período de caducidad hasta un máximo de 3 meses.

Por otra parte, deberá también considerarse la posibilidad de que se realicen actuaciones complementarias previas cuando fueras necesarias para la resolución del caso.

Una vez dictada la resolución por el Consejo de la CNMV, y cuando ésta sea firme en fase administrativa, podrá ser publicada en el Boletín Oficial del Estado, además del Registro de Sanciones de la CNMV.

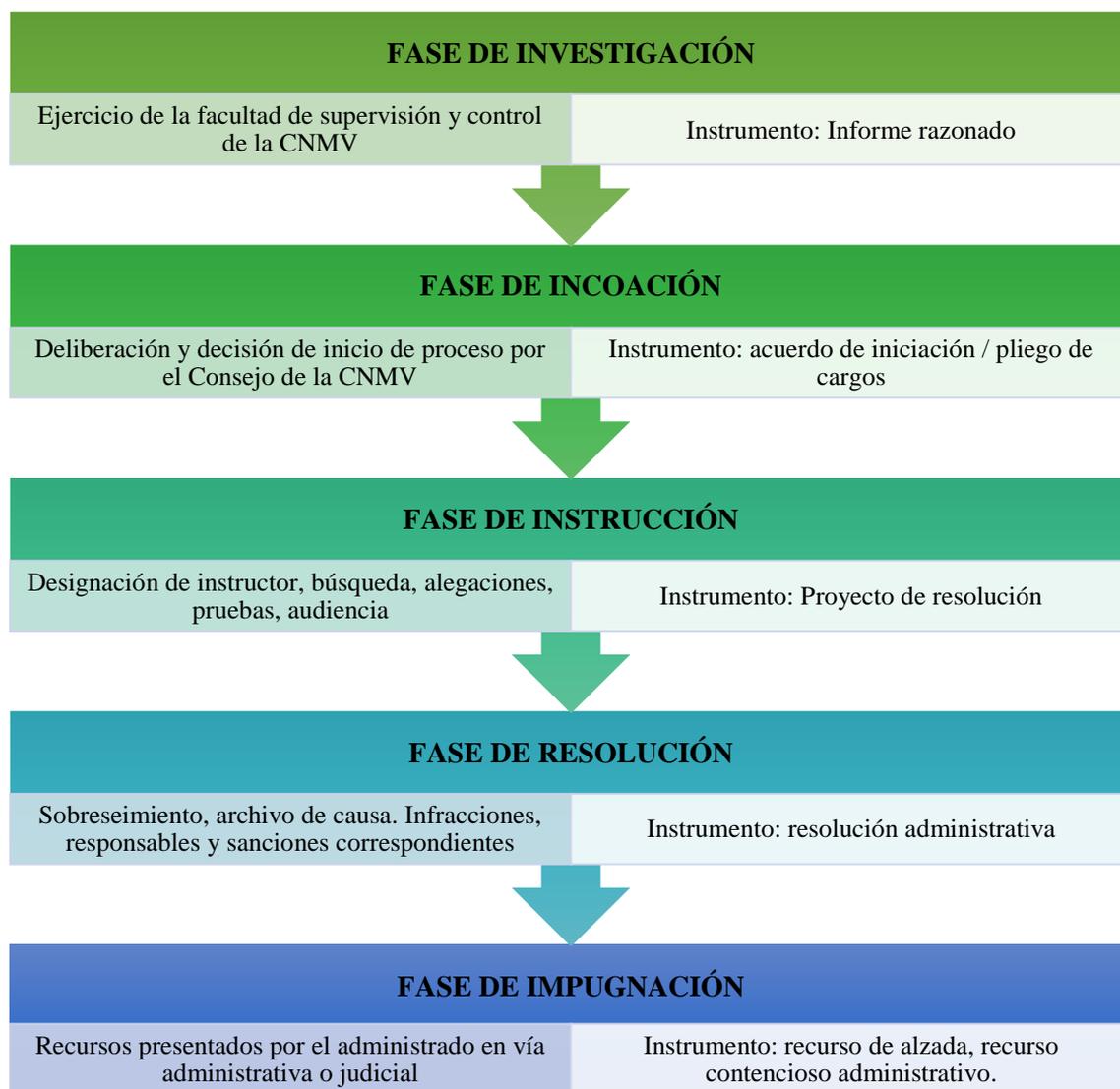
2.2.5.3 Fase de Impugnación

Ante la inconformidad del administrado, podrá interponer en vía administrativa un recurso de alzada dentro del término de 1 mes, y su plazo de resolución e inclusive notificación será de 3 meses por el superior jerárquico.

En cuanto a jurisdicción ordinaria, el administrado tendrá 3 meses para interponer un recurso contencioso administrativo.

Para entender de forma un tanto más gráfica las distintas fases del proceso, presentamos el siguiente esquema de todo el trámite sancionador:

Gráfico 11. Resumen del procedimiento sancionador español



Fuente: Elaboración propia

2.2.6 Valoración crítica y conclusiones

De primer plano, lo que llama la atención del sistema sancionatorio español es su nivel de especificidad, a tal punto de detalle que intenta cubrir todas y cada una de las operaciones que podrían presentarse y ocasionar una alteración en el mercado. Hasta cierto grado esto resulta positivo dado que no podrá cuestionarse la aplicación del principio de seguridad jurídica y tipicidad sin embargo el riesgo surge cuando, siendo el mercado de valores un sistema complejo, variable y sobre todo un sistema que se renueva diariamente, bien pueden presentarse nuevas modalidades de abuso de mercado.

En principio si esto llegara a suceder el TRLMV prescribe en preceptos generales aquellas conductas que den como resultado la manipulación de mercado, entonces aunque

existiera nuevas operativas muy probablemente se enmarcarían en lo previsto por dicha ley, pues hay que recordar que la mayor parte del detalle de operaciones se encuentra desarrollado en normativa comunitaria, lo que añade una arista más a nuestro análisis.

Si hablamos de un inversor de carácter minorista o un inversor promedio podemos entender que será una persona que tenga un mínimo de conocimiento del sistema jerárquico normativo de España, no con un nivel de experticia pero sí con las suficientes luces como para conocer qué existe un derecho comunitario al cual se adapta o se somete el derecho nacional. Se menciona este punto porque se considera que dado el nivel de demora que tiene España en la trasposición de normativa que no es de aplicación directa, crea de cierta manera una limitación a la hora de conocer las nuevas operativas tipificadas como infracción.

En cualquier caso, siempre el inversor tendrá o debería tratar de conocer sus obligaciones y prohibiciones legalmente previstas, al menos de forma general. Sin embargo no debe olvidarse que son las empresas de servicios de inversión quienes efectúan operativamente las operaciones que realizan estos inversores, por tanto nosotras hemos considerado que estos agentes tienen un alto grado de responsabilidad tanto en la ejecución de las operaciones como en su deber de información para el cliente.

Por lo dicho nace también la obligación para el intermediario de informar a la CNMV las sospechas sobre operaciones que puedan constituir un indicio de una conducta antijurídica, como abuso de mercado o uso de información privilegiada. En consecuencia cada partícipe tiene a cargo diferentes obligaciones cuyo incumplimiento genera sus propias infracciones, así está concebido el sistema jurídico tanto comunitario como español.

Otro de los aspectos relevantes dentro del procedimiento sancionador es el incentivo que realiza la CNMV para conocer operaciones sospechosas por comunicación de un tercero, cuyo anonimato, de así preferirlo, se garantiza y se protege. Esta posibilidad realmente es un estímulo muy importante dado que permite actuar de forma más rápida al organismo supervisor, y no necesariamente al tiempo de llevar a cabo sus planes de supervisión, las labores de investigación e inspección pertinentes. Además, este mecanismo permite que personas que pudiendo ver comprometido su trabajo, su propio cargo, su profesionalismo, etc., al tener un velo de anonimato puedan informar con mayor facilidad estas operaciones sospechosas.

En este sentido, el sistema sancionador -por fuera de la labor que de oficio realiza la CNMV- se articula entre todos los partícipes, de forma que las obligaciones que tienen unos muchas veces en su cumplimiento eviten el cometimiento de infracciones por parte del otro. Esto, en suma, a los amplios canales de denuncias y reclamaciones que tiene a disposición la CNMV logran que la activación de una investigación que dé paso a un procedimiento sancionador sea nutrido no sólo por la importante labor del organismo sino también con la inmediatez que pueden reportar los partícipes del mismo mercado.

2.3 RÉGIMEN SANCIONADOR EN ECUADOR

2.3.1 Breve referencia a la estructura normativa ecuatoriana

El marco jurídico normativo en Ecuador no dista mucho de la estructura normativa nacional española, y decimos nacional tomando en cuenta que en Ecuador no tenemos legislación vinculante supranacional como la emitida por la UE, por lo que no aplica para este caso. Si bien es cierto, Ecuador es miembro de la Comunidad Andina de Naciones (en adelante CAN), al igual que Colombia, Bolivia y Perú pero las disposiciones normativas emitidas por este organismo no tienen la misma fuerza que las emitidas por la UE, dado que no se ha logrado un nivel de integración avanzado, sino todo lo contrario, la mayor parte de “decisiones” que es como se denominan a estos actos normativos, actualmente están en desuso.

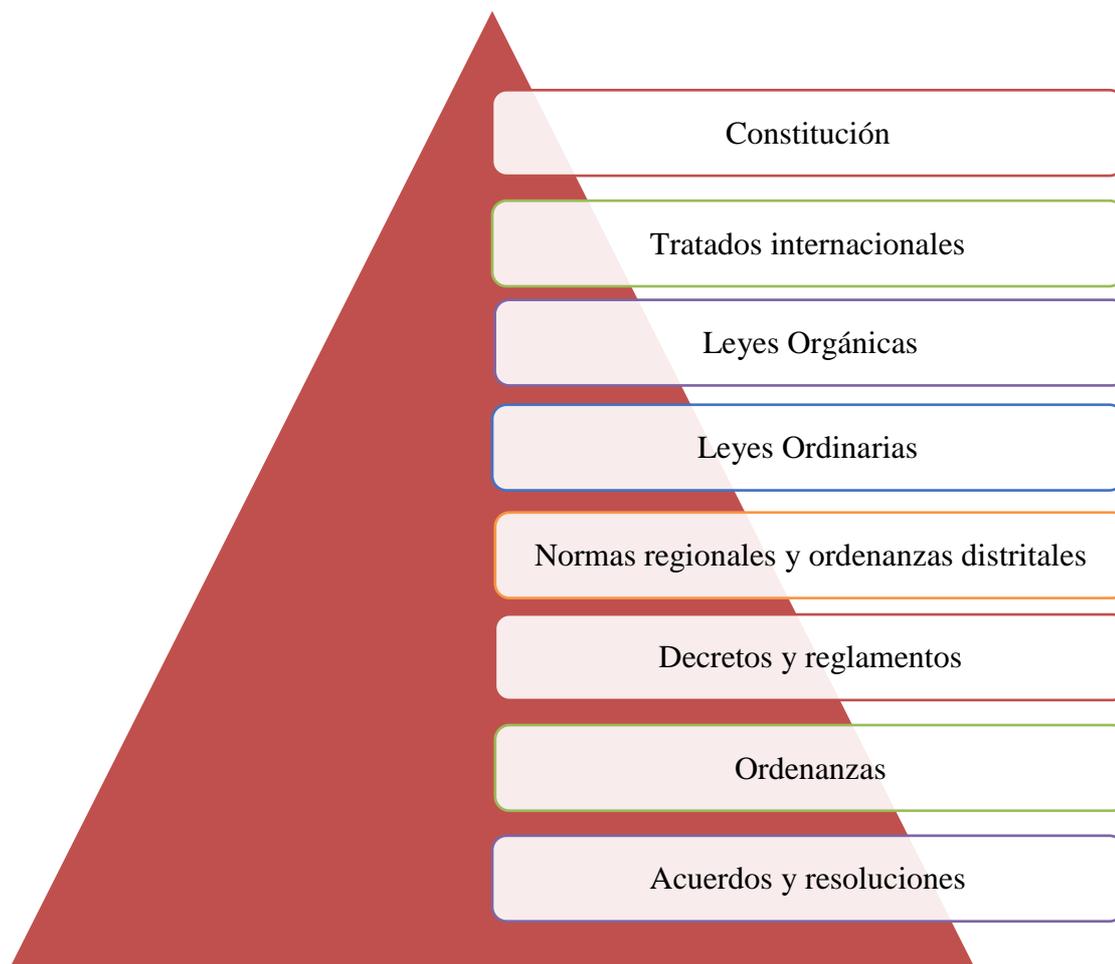
En materia de mercado de valores encontramos la Decisión 624¹⁰⁵ sobre la Creación del Comité Andino de Autoridades Reguladoras del Mercado de Valores, en la que se determina que tal comité estará conformado por las autoridades supervisoras de cada miembro, en el caso de Ecuador, por la Superintendencia, y su objetivo es “brindar asesoramiento a la Comisión de la Comunidad Andina en la promoción del proceso de integración de los mercados de valores en la Subregión, tomando en cuenta la protección de los pequeños inversores y el desarrollo eficiente de dichos mercados”, así mismo se otorga a este comité la facultad de elaborar proyectos de normas comunitarias en este aspecto, sin embargo, no se ha llegado a la concreción de ningún proyecto normativo, es más, como ya se mencionó anteriormente, de poco han servido las disposiciones emitidas por la CAN, que incluso corre el riesgo de desaparecer actualmente. Por lo tanto, únicamente nos referiremos a la estructura normativa nacional ecuatoriana, que como veremos, es bastante similar a la española y se encuentra establecida en el artículo 425 de la CRE:

“Art. 425.- El orden jerárquico de aplicación de las normas será el siguiente: La Constitución; los tratados y convenios internacionales; las leyes orgánicas; las leyes ordinarias; las normas regionales y las ordenanzas distritales; los decretos y reglamentos; las ordenanzas; los acuerdos y las resoluciones; y los demás actos y decisiones de los poderes públicos.”

En este artículo se establece la pirámide normativa ecuatoriana que, a manera de gráfico el orden jerárquico se presenta así:

¹⁰⁵ Comunidad Andina. Decisión 624 Creación del Comité Andino de Autoridades Reguladoras del Mercado de Valores. 18 de julio de 2005

Gráfico 12. Pirámide normativa ecuatoriana



Fuente: Artículo 425 CRE

La Función Legislativa representada por la Asamblea Nacional, tiene como una de sus atribuciones, el expedir, codificar, reformar e interpretar leyes, de acuerdo en el artículo 120 numeral 6 de la CRE. Vimos que las leyes pueden ser tanto orgánicas como ordinarias, para tener el rango de las primeras es necesario que regulen uno de los siguientes aspectos, de lo contrario tendrán la consideración de ordinarias y por ende, un rango menor en la jerarquía normativa.

1. *Las que regulen la organización y funcionamiento de las instituciones creadas por la Constitución.*
2. *Las que regulen el ejercicio de los derechos y garantías constitucionales.*
3. *Las que regulen la organización, competencias, facultades y funcionamiento de los gobiernos autónomos descentralizados.*
4. *Las relativas al régimen de partidos políticos y al sistema electoral”.* (Artículo 133, CRE)

Las normas regionales y ordenanzas distritales les competen a los gobiernos regionales y distritales, lo mismo que las ordenanzas a los gobiernos autónomos descentralizados, es decir, municipalidades. Finalmente, los acuerdos y resoluciones son emitidos por las autoridades administrativas cada una en su área.

La normativa que abarca el mercado de valores en Ecuador está compuesta por leyes ordinarias y por resoluciones de la autoridad competente.

2.3.2 *Marco Jurídico del Régimen sancionador*

Como ya ha quedado determinado, el mercado de valores está regulado en primer lugar, por la LMVE, norma con rango de ley donde se establece el funcionamiento del mercado, el comportamiento de sus participantes, así como las infracciones y correspondientes sanciones para aquellos que incumplan con las disposiciones legales en esta materia. De manera complementaria, se encuentran las diferentes resoluciones emitidas por la Junta, facultad otorgada por la misma LMVE, en su artículo 9 numeral 4 donde se expone como uno de los deberes de la Junta, el “expedir las normas complementarias y las resoluciones administrativas de carácter general necesarias para la aplicación de la presente Ley”.

En tanto que la Junta es el órgano regulador, como ya quedó enunciado en el Capítulo I, la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros constituye el órgano supervisor, inspector y sancionador (artículo 10, LMVE).

Así mismo se encuentra el COA, que contiene los principios y las reglas comunes a todos los procedimientos administrativos sancionadores, y representa un avance claramente importante en materia de Derecho Administrativo y garantías del debido proceso en este ámbito en el Ecuador.

Por otro lado, la LMVE otorga la facultad de autorregulación a las bolsas de valores y casas de valores, así:

*“(...) la **facultad** que tienen las **bolsas de valores** y las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley y debidamente reconocidos por la Junta de Regulación del Mercado de Valores, para **dictar sus reglamentos y demás normas internas**, así como para ejercer el control de sus miembros e **imponer las sanciones** dentro del ámbito de su competencia” (artículo 43, LMVE).*

Entiéndase por Junta de Regulación del Mercado de Valores, a la actual Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. En ese sentido, los reglamentos internos de conducta de las bolsas de valores y las asociaciones gremiales deben al menos contener normas de ética, disciplina, autocontrol, vigilancia, sanción y sanas costumbres, como reza el inciso segundo del artículo 43. Lo característico de esta normativa es el detalle con el que se describen las conductas, con mayor énfasis en aquellas que constituyen prohibiciones o deberes aplicados al sector en el que se desempeñe la entidad y quienes

allí laboran, pues se desarrollan las infracciones contenidas de forma general en la LMVE, aunque su incumplimiento no siempre signifique el inicio de un procedimiento administrativo sancionador.

De acuerdo con el artículo 1 de la Resolución No. 246-2016-V sobre la Autorregulación para las Bolsas de Valores y Asociaciones Gremiales¹⁰⁶ de la Junta (en adelante Resolución de Autorregulación), la autorregulación comprende el ejercicio de las siguientes facultades:

- a) ***Facultad normativa:*** Comprende la expedición de normas internas que aseguren el correcto funcionamiento de las actividades que realizan los sujetos autorregulados y de la actuación de la propia entidad autorreguladora conforme a la Ley de Mercado de Valores y a las resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera;
- b) ***Facultad de supervisión:*** Implica la vigilancia y control de las actividades y operaciones de los sujetos autorregulados conforme a la Ley de Mercado de Valores y a las resoluciones expedidas por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera; y,
- c) ***Facultad sancionadora:*** Comprende la aplicación de sanciones a los sujetos autorregulados, por trasgresiones a las normas de autorregulación.”

Se considera como requisito fundamental que las normas de autorregulación cuenten con la expresa aprobación de la Superintendencia y, tienen la consideración de normas de control interno de cada entidad, que en ningún momento suponen la limitación o reemplazo de la normativa vigente con rango de ley, y por ende, de las potestades supervisoras y sancionadoras de la Superintendencia.

El último párrafo del artículo 43 de la LMVE indica que “la transgresión de las normas de autorregulación, deberá ser sancionada por el órgano autorregulador, sin perjuicio de la sanción que eventualmente dispusiere el órgano de control”-entendido como órgano autorregulador el creado en la propia entidad para desempeñar funciones de regulación y sanción, mientras que el órgano de control hace referencia a la Superintendencia.

Las sanciones impuestas por el órgano autorregulador, en principio no forman parte del proceso sancionador administrativo, cuya base se encuentra en el *ius puniendi* y lo puede ejercer únicamente la Superintendencia, en representación del Estado, sin embargo se puede apreciar que existe cierta confusión en cuanto a las verdaderas potestades de los órganos de autorregulación y la Superintendencia. Consideramos que nos encontramos ante una posible delegación del *ius puniendi* a un órgano de carácter privado si tomamos a tenor lo que dicta la normativa en este aspecto.

Sería pertinente que se realice una aclaración en tanto el verdadero alcance de las potestades de autorregulación y cuándo interviene la Superintendencia, puesto que si nos

¹⁰⁶ Ecuador. Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Resolución No. 246-2016-V sobre la Autorregulación para las Bolsas de Valores y Asociaciones Gremiales.

quedamos con el texto normativo únicamente incluso podríamos estar frente a una posible vulneración al principio de non bis in ídem al sancionar doblemente a un mismo sujeto, por una misma conducta y por el mismo bien protegido que, al fin y al cabo sería proteger la estabilidad del mercado y por ende al inversor.

2.3.2.1 Infracciones tipificadas en actuaciones dentro del Mercado de Valores

La LMVE es muy explícita en cuanto a determinar las conductas que constituyen una infracción, ya sea por parte de las bolsas de valores, los intermediarios, los emisores o cualquier persona natural o jurídica que realice transacciones en el mercado de valores, de esta forma, encontramos al artículo 207 que expone un catálogo de todos los comportamientos que constituyen una infracción y que por ende deben ser sancionados por el órgano competente.

En la siguiente tabla se han escogido algunas de las infracciones más comunes en Ecuador, que además son similares a las establecidas por el régimen sancionador español, y las hemos clasificado de acuerdo al sujeto que incurre en la conducta punible.

Tabla 3. Infracciones tipificadas en la LMVE

INFRACCIONES TIPIFICADAS EN LA LMVE			
Conducta	Emisor	Intermediario	Ambos
No divulgar hechos relevantes de forma veraz, oportuna y completa.	X		
Operar ilícitamente con información privilegiada.			X
No ejecutar las instrucciones recibidas por los clientes.		X	
Emitir informes de auditoría que no cumplan con las normas legales o contengan errores que impidan conocer el estado patrimonial real de la compañía.	X		
Difundir propaganda que pueda inducir al público a errores o confusión sobre los emisores o sobre valores en particular.	X		
Utilizar prácticas monopólicas u oligopólicas en la fijación de comisiones, honorarios o tarifas.		X	
No informar a la Superintendencia sobre las sanciones impuestas por los entes de autorregulación.		X	
Ejercer actividades o desempeñar cargos sin haber obtenido		X	

previamente la autorización e inscripción en el Registro del Mercado de Valores.			
Violar las normas relacionadas con la separación patrimonial entre los activos propios y los de terceros.		X	
Manipular los precios de los valores.			X
No revelar en forma oportuna un potencial conflicto de interés.		X	
No cumplir con las condiciones de la emisión.	X		
No remitir a la Superintendencia cualquier información que ésta requiera para cumplir su labor.			X

Fuente: Artículo 207 LMVE

El único artículo que hace referencia a las infracciones es el ya mencionado, por lo que no existe ninguna disposición adicional que las clasifique según su gravedad como sí sucede en la legislación española, por lo que consideramos que cada una de estas conductas puede tener la consideración de leve, grave o muy grave de acuerdo con las circunstancias de los hechos.

Dentro de las infracciones determinadas anteriormente, se observan algunas conductas que constituyen abuso de mercado, entre ellas, el operar ilícitamente con información privilegiada y el manipular cotizaciones de los valores, dos comportamientos que atentan contra la estabilidad del mercado de valores y perjudican claramente al inversor que se encuentra en posición de desventaja.

El artículo 27 de la LMVE establece el concepto de información privilegiada y la define como el “conocimiento de actos, hechos o acontecimientos capaces de influir en los precios de los valores materia de intermediación en el mercado de valores, mientras tal información no se haya hecho del conocimiento público.” Se convierte en infracción cuando aquellas personas que en razón del cargo o función que desempeñan tanto en la entidad emisora, como en el intermediario, utilizan esa información para operar en el mercado de acuerdo a sus intereses particulares.

De lo anterior se puede inferir que son sujetos que se encuentran ante una posición de poder, en relación con el resto del mercado que no tiene esta información, y es precisamente por ello que las sanciones para quienes que realicen operaciones con información privilegiada se extiende incluso hasta los parientes en segundo grado de afinidad y cuarto de consanguinidad de las personas que tengan acceso a ella.

En Ecuador, el bien jurídico que se intenta proteger a través de la tipificación del uso ilícito de información privilegiada es la integridad en el mercado, que forma parte del objeto principal de la LMVE, sin embargo, esta norma ha dejado en segundo plano un mayor desarrollo sobre las implicaciones de la manipulación de cotizaciones.

Nada se dice al respecto específicamente en la LMVE sobre esto último, solo se ha encontrado dentro de las prohibiciones de las casas de valores en el artículo 59 numeral 4 el “realizar actos o efectuar operaciones ficticias o que tengan por objeto manipular o fijar artificialmente precios o cotizaciones” sin embargo consideramos que tal prohibición debe abarcar también a los emisores, que de hecho son los más propensos a efectuar operaciones que manipulen sus acciones a la alta o a la baja según su conveniencia. Claro está que las órdenes las ejecutan las casas de valores, pero sería conveniente que la conducta punible se tipifique también para los emisores y la sanción no recaiga únicamente en los intermediarios.

En Ecuador resulta complicado determinar cuándo un emisor a través de su intermediario está manipulando cotizaciones, pues no existe ninguna norma o criterio que proponga umbrales entre la operativa de autocartera, a diferencia del régimen español, y lo que se podría considerar como manipulación, de hecho, como se mencionó en el párrafo anterior, la LMVE no incluye mayores disposiciones en cuanto a esta conducta, lo que significa que los inversores ven afectados sus intereses al formarse imágenes falsas sobre los valores de determinada entidad y actuar en base a ello.

2.3.2.2 Sanciones

Las personas naturales o jurídicas que contravengan las disposiciones de la LMVE y sus normas complementarias, estarán incurriendo en infracciones administrativas, las cuales se clasifican en leves, graves y muy graves, de acuerdo con el artículo 208 que determina:

- “1.- Las **infracciones leves**, que impliquen meros retrasos en el cumplimiento de obligaciones formales o incumplimiento de otras obligaciones que **no lesionen intereses de partícipes en el mercado o de terceros o lo hiciere levemente** (...)
- 2.- Las **infracciones graves**, que son aquellas que **ponen en serio peligro o lesionan gravemente los intereses de los partícipes en el mercado o de terceros** (...)
- 3.- Las **infracciones muy graves**, que son aquellas que ponen en **gravísimo peligro o lesionan enormemente los intereses de los partícipes en el mercado o de terceros** atentando contra el objeto de esta Ley definido en el artículo uno (...)”

La tabla siguiente muestra los tipos de sanciones que pueden aplicarse basados en la gravedad de las infracciones cometidas y van, desde simples amonestaciones hasta la cancelación de la autorización para operar en el mercado para personas jurídicas, mientras que en la segunda tabla se puede apreciar así mismo las sanciones para los administradores y directivos, siendo la más grave, la suspensión definitiva en 3 aspectos fundamentales

Tabla 4. Sanciones a personas jurídicas

SANCIONES A PERSONAS JURÍDICAS		
Sanciones por infracciones leves	Sanciones por infracciones graves	Sanciones por infracciones muy graves
-Amonestación escrita -Multa de 6 a 12 salarios básicos unificados (en adelante SBU).	Multa -De 13 a 208 SBU. -De hasta 20% del valor de la transacción (máx 208 SBU) y devolución de la comisión indebidamente percibida	Multa -De 209 hasta 418 SBU. -De hasta el 50% del valor de la transacción (máx 418 SBU) y la devolución de la comisión indebidamente percibida.
Multa de 6 a 12 salarios básicos unificados	Suspensión temporal -Hasta por 1 año de la autorización de funcionamiento para participar en el mercado de valores	Cancelación de la autorización -Para participar en el mercado de valores (disolución de la compañía)

Fuente: Artículo 208 LMVE

Tabla 5. Sanciones a administradores y directivos

ADMINISTRADORES Y DIRECTIVOS	
Infracciones Graves	Infracciones Muy Graves
Inhabilitación temporal -Hasta por 4 años para ser funcionario de la Junta o la Superintendencia, o funcionario de cualquier entidad que participe en el mercado	Remoción indefinida -Del cargo o función.
	Inhabilitación temporal

	Hasta por diez años para ser funcionario o miembro de la Junta o la Superintendencia, o funcionario de cualquier entidad que participe en el mercado
	<p>Suspensión definitiva</p> <ul style="list-style-type: none"> -Ejercicio del derecho al voto de un accionista. -Capacidad de integrar los organismos de administración y control de la compañía -Prohibición de enajenar las acciones.

Fuente: Artículo 208 LMVE

Como queda evidenciado, estas sanciones son de aplicación tanto para personas físicas como para personas jurídicas, tomando en cuenta su grado de participación en el ilícito. Cabe mencionar que en aquellos casos donde las sanciones estén dirigidas a órganos colegiados, se sancionará únicamente a aquellos miembros que dieron su voto para la realización del acto constituyente de infracción.

2.3.2.2 Criterios para la Gradación de Sanciones

Al igual que en el derecho sancionador administrativo español y con la finalidad de aplicar sanciones proporcionales de acuerdo a la infracción y al grado de participación de quienes han cometido el ilícito, en Ecuador también se proponen criterios para la gradación de las sanciones a interponer. Estos criterios pueden ser considerados como atenuantes o agravantes, si utilizamos un poco el léxico en materia penal, aunque en administrativo no tengan esta denominación, su función es la misma, pues influyen en la suavidad o dureza con la que el Estado castigará a los infractores.

En nombre del principio de proporcionalidad, la Administración, previo a interponer cualquier sanción, debe tomar en cuenta las circunstancias y demás que rodean el ilícito, para lo cual se sirve de los informes técnicos que se obtienen en el correspondiente proceso sancionador. Así, tales circunstancias, quedan evidenciadas a través de los criterios de dosimetría punitiva que la LMVE propone.

La tabla siguiente clasifica estos criterios en atenuantes, agravantes y ambos, es decir, que pueden interpretarse de una u otra manera dependiendo de la circunstancia, una vez más hacemos hincapié en que estos términos pertenecen al léxico penal, pero sirven para ejemplificar mejor cómo funcionan los criterios de dosimetría punitiva en materia administrativa

Tabla 6. Criterios para la gradación de sanciones

CRITERIOS PARA LA GRADACIÓN DE SANCIONES		
Atenuantes	Agravantes	Ambos (según la circunstancia)
Reconocimiento o aceptación expresa y oportuna del ente investigado sobre el cometimiento de la infracción	Perjuicio causado a los participantes del mercado o a terceros	Antecedentes del infractor en el mercado de valores
Acciones ejecutadas con el fin de regularizar el incumplimiento detectado	Repercusión en el mercado de la infracción cometida	Circunstancias del cometimiento de la infracción
	Reincidencia	
	Obstrucción o falta de colaboración en el proceso de investigación	
	Renuencia o desacato a las disposiciones impartidas por la Junta y la Superintendencia	
	Lucro	
	Si se vulnera la eficacia en la aplicación de los principios jurídicos tutelados por la LMVE	
	Falta de diligencia	

Fuente: Artículo innumerado LMVE

Es importante destacar que la inclusión de los criterios de gradación constituye una innovación reciente en la legislación ecuatoriana, pues no fue hasta el año 2014 que establecieron tales criterios dentro de un artículo innumerado posterior al artículo 207 de la LMVE, lo que denota lo poco desarrollado que se encuentra el mercado de valores en

este país y que, además, el principio de proporcionalidad no se encontraba reflejado adecuadamente en las sanciones interpuestas por la administración en procesos anteriores a ese año, que únicamente se fijaba en el sujeto infractor y su grado de participación.

2.3.2.4 Procedimiento sancionador

Los principios y reglas generales sobre los procedimientos administrativos en el Ecuador se encuentran desarrollados en el COA, donde explícitamente en el artículo 48.1 se establece que el procedimiento sancionador debe realizarse en dos fases, una instructora y otra sancionadora, en la que participarán servidores públicos diferentes, siendo esta una forma en la que se garantiza la imparcialidad durante todo el proceso y por supuesto, en la resolución.

En el ámbito del mercado de valores, la Superintendencia es el órgano competente para supervisar y sancionar, por ende, le corresponde llevar los procesos administrativos sancionadores en primera instancia a través de las Intendencias del Mercado de Valores. En ese sentido, atenderemos a las disposiciones tanto del COA, en lo referente al procedimiento administrativo general, como a la Codificación de las Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros de la Junta¹⁰⁷, en el Título XX Capítulo I (en adelante Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I), en lo que respecta al procedimiento específico del derecho sancionador en el mercado de valores.

Anterior a iniciar el procedimiento como tal, se lleva a cabo una etapa de actuaciones previas con la finalidad de reunir elementos suficientes que permitan la determinación de los hechos que constituyen la infracción, así como sus presuntos responsables. El acto administrativo principal en esta etapa es la inspección de control, la cual puede originarse “de oficio, por acuerdo del órgano competente, (...) por propia iniciativa o como consecuencia de orden superior, petición razonada de otros órganos o denuncia” (Artículo 250 COA). En el ámbito del mercado de valores únicamente se presentan dos formas para iniciar con la inspección según el artículo 13 de la Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I:

1.- Denuncia: Puede ser presentada por cualquier persona ante el Superintendente de turno o su delegado.

¹⁰⁷ Ecuador. Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Resolución No. 385-2017.A. Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros. Registro Oficial de 26 de junio 2007, (106).

Esta codificación corresponde a la versión anterior a la codificación vigente, dado que la resolución 423-2017 publicada el 1 de febrero del 2018 en su artículo 1 numeral 103 determina:

103.- ELIMINAR el Título XX "Responsabilidad, infracciones y sanciones".

Por otro lado, la misma resolución indica:

“DISPOSICIÓN TRANSITORIA: El procedimiento administrativo sancionador previsto en el Capítulo I del Título XX de esta Codificación, se mantendrá vigente hasta que la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros emita la resolución mediante la cual expida las normas de carácter general para la administración, imposición y gradación de las sanciones, de conformidad con los criterios previstos en la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias, dentro de las labores propias de inspección y control que realiza sobre los entes que participan en el mercado de valores”.

De tal manera que, aun no se ha emitido la Resolución de la Superintendencia, por lo que al tiempo que se realiza este TFM, las disposiciones establecidas en el Título XX se encuentran vigentes.

2.- De oficio: Cuando la Superintendencia a través del ejercicio de sus potestades de supervisión y control, entre las que se incluye la recepción de información periódica de sus administrados, identifica el posible cometimiento de una infracción, puede iniciar el proceso de investigación que posteriormente derivará en la sanción correspondiente, de comprobarse la misma.

Cuando el origen del procedimiento es la denuncia, existen otras diligencias que deben realizarse antes de llevar a cabo la inspección de control, como la calificación y el reconocimiento de firma y rúbrica del denunciante. Si la inspección se realiza de oficio por parte del órgano competente, es obvio que se prescinde de los anteriores actos, por lo demás, tanto las actuaciones previas como el procedimiento administrativo sancionador se desarrollan de igual forma, sin hacer distinciones por el origen del mismo.

2.3.2.4.1 Actuaciones previas

2.3.2.4.1.1 Denuncia

La denuncia debe dirigirse al Superintendente o su delegado y cumplir con las solemnidades exigidas en el artículo 16 de la Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I que indica:

- “1. Designación de la autoridad administrativa ante quien se la formula.*
- 2. Nombres y apellidos completos del denunciante, edad, nacionalidad, estado civil, profesión o actividad, número de cédula de identidad o de registro único de contribuyentes, según sea el caso.*
- 3. Razón o denominación social u objetiva y los documentos que acrediten la representación legal, si la denuncia se la hace en representación de una persona jurídica.*
- 4. Razón o denominación social u objetiva del participante del mercado de valores denunciado; nombres y apellidos del funcionario o funcionarios de dicho participante contra quien o quienes se proponga la denuncia. Si se tratare de una persona natural, los nombres y apellidos de la persona denunciada.*
- 5. Dirección exacta en donde se encuentran las oficinas o instalaciones de la persona natural, compañía o ente denunciado, si fuere conocida por el denunciante.*
- 6. Afirmación del denunciante bajo juramento de que el denunciado o denunciados son personas cuya individualidad o residencia sea imposible determinar, cuando corresponda.*
- 7. Declaración jurada de que el denunciante no ha sometido los hechos materia de la denuncia a conocimiento y decisión de la justicia ordinaria, constitucional o arbitral, o ante otras autoridades o instituciones.*
- 8. Fundamentos de hecho y de derecho en los que se basa la denuncia, expuestos en forma clara y sucinta. Como en todo proceso, si la denuncia no cumple con los requisitos establecidos, la administración otorga un tiempo prudencial para que se pueda completar, de lo contrario, la investigación no prosperará.*

9. Señalamiento de los perjuicios causados o que pudieren causarse al denunciante o a terceros, por los hechos o conductas denunciados.

10. La petición o pretensión concreta que se formula.

11. El señalamiento del domicilio donde deberá notificarse al denunciante.

12. La firma del denunciante o su representante legal para el caso de personas jurídicas, de su apoderado y, en cualquier caso, del abogado patrocinador. A la denuncia se adjuntará el poder general o especial conferido por el denunciante y el nombramiento debidamente legalizado del representante legal de la persona jurídica que interponga la denuncia, según fuere el caso.”

Si la denuncia es incompleta u obscura, el denunciante dispone de 3 días término para completarla o aclararla, contados desde el día en que recibió la notificación correspondiente emitida por el Secretario General de la Superintendencia, de lo contrario se archivará el expediente.

2.3.2.4.1.2 Calificación y Reconocimiento de Firma y Rúbrica

Si la denuncia cumple con las solemnidades legales, el Secretario General o los funcionarios que desempeñen este cargo en las diferentes intendencias sectoriales, emiten el auto de calificación admitiendo a trámite la causa, en el mismo se indica lugar, día y hora para el reconocimiento de firma y rúbrica del denunciante, disponen correr traslado al denunciado del proceso en su contra y ordena la realización de la inspección de control (Artículo 19 Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I).

El denunciante dispone de 3 días término contados a partir de su notificación para acercarse a reconocer su firma y rúbrica, de lo contrario se archiva la causa. En ese sentido, cabe destacar que este no se convierte en sujeto procesal, pero actúa en la fase preliminar del procedimiento ya que, ha sido él quien lo ha originado.

Consideramos pertinente mencionar que el hecho de realizar una denuncia y posteriormente reconocer firma y rúbrica, menoscaba el derecho a la confidencialidad de identidad del denunciante, aspecto que en España se protege mucho como se pudo apreciar anteriormente.

2.3.2.4.1.3 Notificación al Denunciado e Inspección de Control

La disposición de correr traslado al denunciado tiene la consideración de notificación para este, a su vez, el Secretario General remite el expediente completo de la denuncia al área de control de la Superintendencia para que se practique la inspección de control.

Tal inspección tiene el objetivo de, en primer lugar, corroborar la veracidad de los hechos formulados en la denuncia y además, determinar si estos poseen los elementos necesarios para tipificarlos como infracción e iniciar el procedimiento sancionador.

La inspección de control puede instrumentarse a través de las siguientes diligencias, según el artículo 14 la Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I:

- Inspecciones in situ por funcionarios de la Superintendencia legalmente autorizados.
- Requerimientos de información al denunciado y de ser necesario, a terceros.
- Investigaciones de los hechos alegados en la denuncia.
- Actividades de control del cumplimiento de las normas legales.

De igual manera el Superintendente tiene la potestad de requerir tanto al denunciante como al denunciado, información que considere necesaria para esclarecer los hechos (Artículo 22).

2.3.2.4.1.4 Informes y Decisión

Realizada la inspección de control y con la información requerida a las partes, el área de control competente tiene los elementos suficientes para realizar un informe técnico en el que recomendará al Superintendente la posibilidad de archivar la denuncia, iniciar el procedimiento administrativo o adoptar medidas administrativas en el término de 90 días desde que recibió el expediente, según lo manifiesta el artículo 23 de la Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I.

Una vez recibido el informe técnico, el Superintendente remite el expediente al área de fiscalización, quienes elaborarán un último informe que servirá para que la máxima autoridad pueda resolver la denuncia.

Para emitir la resolución, según lo dispone el artículo 24 del Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I, el Superintendente o su delegado cuenta con el término de 10 a partir de la recepción del expediente con el informe del área de fiscalización. Si es una resolución absoluta, se archiva el expediente, de lo contrario se da paso al inicio del procedimiento, sea cual fuere la decisión, debe ser notificada tanto al denunciante (de ser el caso) como al denunciado.

2.3.2.4.2 Inicio del Procedimiento Administrativo Sancionador

El procedimiento como tal inicia una vez que la decisión sobre las actuaciones previas sea favorable a tales efectos. Estructuralmente consta de 5 etapas que son:

1. Inicial
2. Intermedia
3. Resolutiva
4. Ejecución de la Resolución
5. Impugnación

La etapa inicial y la intermedia, corresponden a la fase de instrucción, cuya responsabilidad recae en los instructores, que son funcionarios competentes de la

Superintendencia, mientras que la etapa de resolución corresponde a la fase resolutoria ejercida por el Superintendente o su delegado. De esta forma, vemos que se cumple con la disposición del artículo 48.1 del COA que determina la obligatoriedad de separación entre ambas fases.

2.3.2.4.2.1 Etapa Inicial

De acuerdo con el artículo 25 de la Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I, consiste en el acto administrativo materializado en el auto de apertura del procedimiento, el cual sirve también para notificar al presunto infractor y al peticionario (en caso de denuncia).

Resulta imprescindible que dicho auto contenga al menos los elementos siguientes:

- “1. Identificación de la persona o personas presuntamente responsables o el modo de identificación, sea en referencia al establecimiento, objeto u objetos relacionados con la infracción o cualquier otro medio disponible.*
- 2. Relación de los hechos, sucintamente expuestos, que motivan el inicio del procedimiento, su posible calificación y las sanciones que puedan corresponder.*
- 3. Detalle de los informes y documentos que se consideren necesarios para el esclarecimiento del hecho.*
- 4. Determinación del órgano competente para la resolución del caso y norma que le atribuya tal competencia.” (Artículo 251 COA)*

Además de estos requerimientos comunes a todos los actos administrativos de apertura de procedimiento, en materia sancionadora del mercado de valores, se deben añadir los siguientes:

1.- El término para presentar la contestación, el cual no puede ser inferior a 10 días ni mayor a 30.

2.- La obligatoriedad de la contestación con el señalamiento de pruebas y el domicilio para futuras notificaciones.

Se requiere que el acto administrativo posea este contenido mínimo pues al constituirse también como notificación al presunto infractor, se está garantizando su derecho a la información y por ende, a la defensa y la contradicción ejercidas en la correspondiente contestación.

2.3.2.4.2.2 Etapa Intermedia

Contestación

De acuerdo con el artículo 25.2 de la Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I, la etapa intermedia “comienza con la recepción del escrito de contestación al

auto de apertura del procedimiento en el que, en ejercicio de su derecho a la defensa, el presunto infractor puede presentar o solicitar la práctica de pruebas de descargo”.

Así mismo, la contestación del interesado debe contener la firma de un abogado al igual que todos los escritos que se presenten en razón del proceso, además, los documentos que acompañen la contestación deben encontrarse autenticados por Notario Público o autoridad competente que certifiquen su validez.

Pruebas

En caso de que el interesado haya solicitado la práctica de pruebas, el Superintendente o su delegado, abrirá el periodo de prueba por 10 días (Artículo 28 Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I), siempre y cuando los medios probatorios sean pertinentes y necesarios para la decisión final de la autoridad competente.

Si no se ha solicitado la prueba en la contestación, se puede acudir a la figura de prueba no solicitada hasta antes de la resolución, cuando se acredite el desconocimiento de la existencia de tal medio probatorio o que, aun conociendo su existencia, no se podía acceder al mismo.

Informe

Concluida la fase de prueba, el área de fiscalización debe realizar un informe donde se establezca:

“Una relación sucinta de las piezas procesales generadas hasta el momento; una referencia a la contestación remitida por el presunto infractor; una referencia al informe técnico; el análisis de los argumentos jurídicos presentados en el escrito de contestación y, en la presentación o práctica de pruebas; y, el análisis de los aspectos relevantes desde el punto de vista jurídico” (Artículo 31 de la Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I)

Recordemos que el informe técnico se originó en la fase preliminar del procedimiento luego de realizada la inspección y de haber obtenido la información requerida por la autoridad tanto al denunciante como al denunciado.

Con todos los anteriores aspectos establecidos en el informe del área de fiscalización, ésta ha de realizar una propuesta de resolución que será elevada a la autoridad competente en un término máximo de 45 días, finalizando así la etapa intermedia.

2.3.2.4.2.3 Etapa Resolutoria

El procedimiento administrativo finaliza a través de acto administrativo emitido por el Superintendente o su delegado, conocido como resolución. Dispone de un término de 10 días contados a partir de la recepción del informe de fiscalización donde se incluye la propuesta de resolución (Artículo 32 Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I).

Existen dos posibilidades de resolución, basadas en todas las diligencias e información obtenida en el procedimiento:

a.- Sancionatoria: Cuando existe certeza del cometimiento de una infracción y se imponen sanciones de acuerdo con los criterios de gradación establecidos en la LMVE. Debe contener al menos lo siguiente:

- “1. Designación de la autoridad que impone la sanción.
 2. Señalamiento de la totalidad de las diligencias practicadas.
 3. Valoración de las pruebas practicadas y especialmente de aquéllas que constituyan el fundamento básico de la decisión.
 4. Relación motivada de los hechos considerados probados y constitutivos de una infracción administrativa, de ser el caso.
 5. Fundamentación de la calificación jurídica de los hechos, esto es, la relación de los hechos probados y su correspondencia con las normas que se consideran transgredidas, con indicación de las pruebas que sustentan tal relación.
 6. Indicación clara de la persona o personas a las que se atribuye responsabilidad administrativa.
 7. Sanciones que se imponen.
 8. Presunción de la comisión de algún delito y la disposición de informar a la Fiscalía General del Estado para los fines consiguientes, de ser el caso.”
- (Artículo 33 Codificación de Resoluciones Título XX Capítulo I)

b.- De archivo: Cuando no concurren los elementos suficientes para constituir una infracción y se archiva la causa.

Las reglas generales del procedimiento administrativo y en concreto, de la resolución a este, determinan que el acto administrativo que pone fin al mismo, además de expresar la sanción o el archivo de la causa, debe mencionar explícitamente los recursos que pueden proponerse y la designación de las autoridades ante las cuales se deben presentar (Artículo 205 COA)

2.3.2.4.2.4 Etapa de Ejecución de la Resolución e Impugnación

La resolución se entiende ejecutoriada cuando el procesado no ha interpuesto recurso de revisión ante la misma autoridad que la emitió en el término de 7 días contados a partir de la notificación de la decisión (Artículo 210 LMVE). Sin embargo, el artículo 5 del Reglamento para Impugnación de Resolución de Superintendencia de Compañías

de 2 de mayo de 2012¹⁰⁸ determina que el término para la interposición del recurso es de 10 días contados desde la notificación, por lo que claramente vemos una falta de armonización en las disposiciones de esta materia.

El procedimiento administrativo concluye con la ejecutoria de la resolución o cuando el Superintendente haya resuelto sobre el recurso de hecho interpuesto por el procesado. Cabe destacar que la impugnación no es de carácter suspensivo, por lo que la ejecución de la resolución no se suspende por la interposición del recurso de revisión.

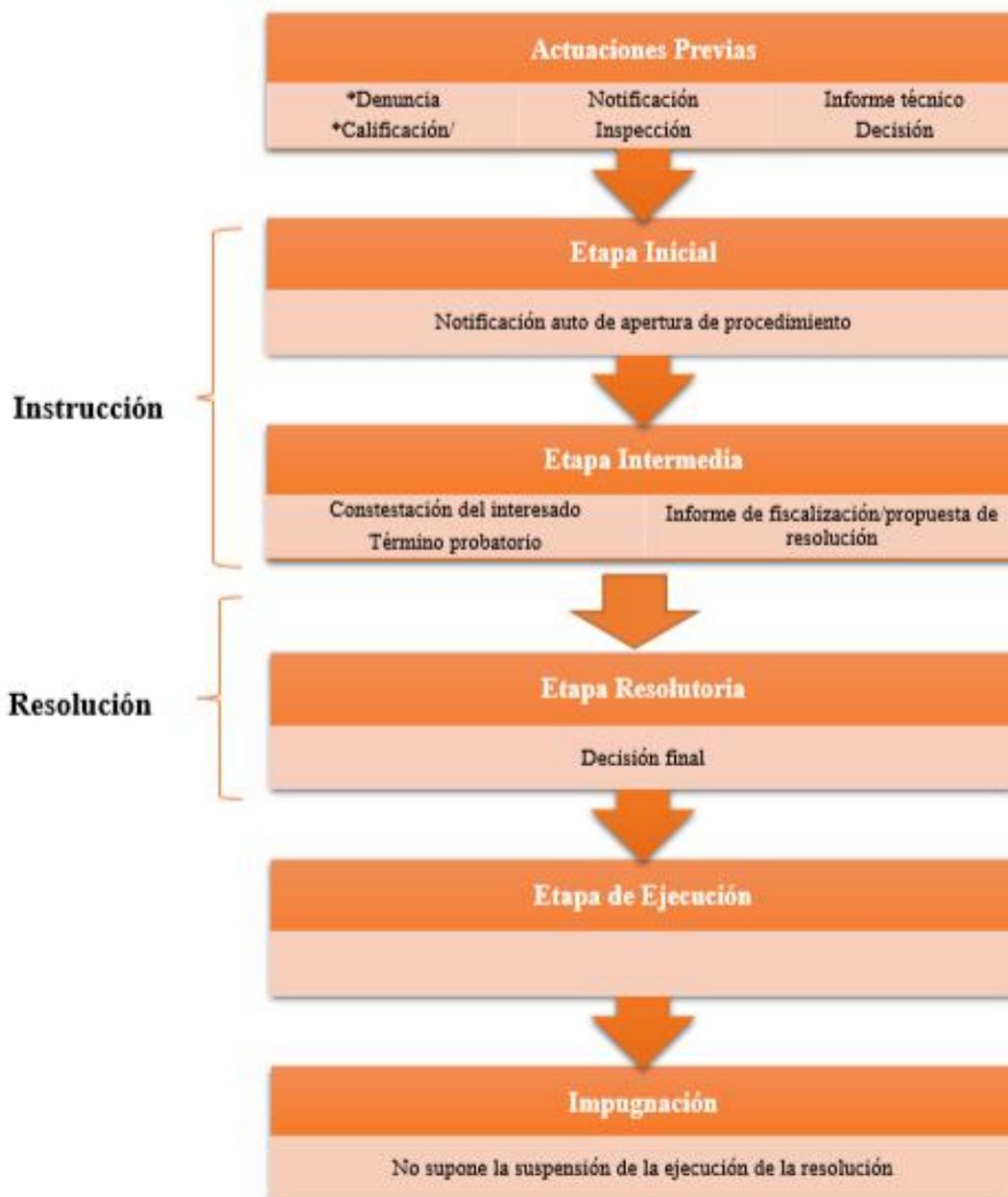
El procesado puede aún impugnar el resultado del recurso de revisión pero esta vez ante la justicia ordinaria, a través del inicio de un proceso contencioso administrativo.

Finalmente, las sanciones producto del proceso administrativo sancionador deben hacerse públicas a través de la página web de la Superintendencia, señalando si se encuentran ejecutoriadas o si se ha iniciado el proceso de impugnación.

A continuación se presenta un gráfico que resume las etapas del procedimiento administrativo sancionador en el mercado de valores ecuatoriano, con las diligencias que se practican en cada una ellas:

¹⁰⁸ Ecuador. Superintendencia de Compañías. Reglamento para Impugnación de Resolución de Superintendencia de Compañías. Registro Oficial, de 2 de mayo de 2012, (694). Última modificación el 5 de abril de 2016

Gráfico 13. Procedimiento administrativo sancionador de Ecuador



*Sólo cuando el origen de la investigación es la denuncia
 Fuente: Codificación de Resoluciones de la Junta Título XX Capítulo I

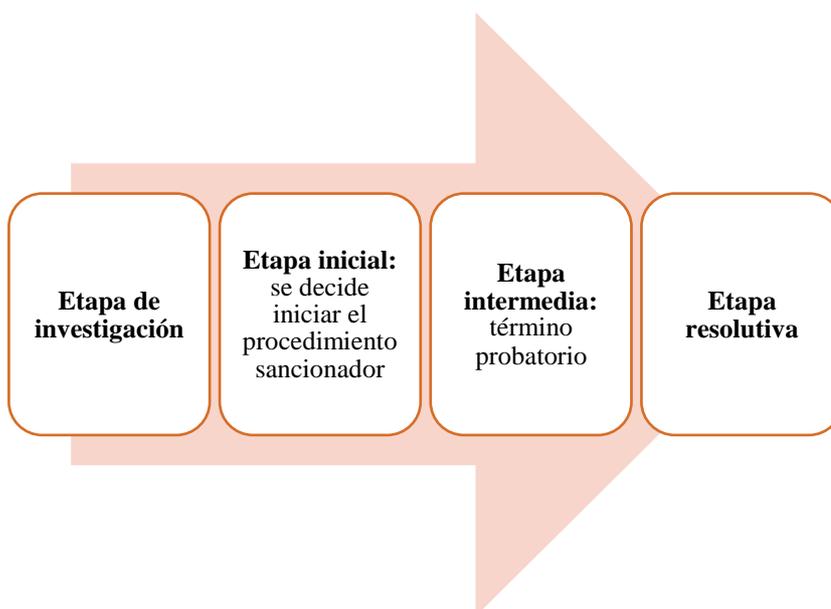
2.3.2.5 Procedimiento Sancionador en la Autorregulación

Hemos dicho anteriormente que en Ecuador las bolsas y casas de valores pueden autorregularse, lo que implica la creación de un reglamento interno de conducta y la existencia de un órgano supervisor y sancionador que controle el cumplimiento de esta normativa. También hemos dicho que este procedimiento sancionador propio de cada entidad no forma parte del procedimiento sancionador administrativo, pero consideramos

que constituye un buen aporte para profundizar en lo referente al régimen sancionador en conjunto del mercado de valores ecuatoriano.

Es un proceso simple en comparación con el seguido por la administración. De acuerdo con el artículo 9 de la Resolución sobre Autorregulación, consta de cuatro fases o etapas que se resumen a continuación:

Gráfico 14. Procedimiento Sancionador en la Autorregulación



Fuente: Resolución sobre Autorregulación

La etapa de investigación incluye dos partes, la primera consiste en la supervisión a los sujetos autorregulados, lo que servirá para identificar el cometimiento de infracciones, de ser así, se da paso a un segundo momento en el que se solicita información a los supuestos infractores y a terceros para llevar a cabo la investigación.

En la etapa inicial se da comienzo al procedimiento notificando los incumplimientos detectados a los sujetos autorregulados, para posteriormente pasar a la etapa intermedia o etapa probatoria, donde los supuestos infractores presentan sus pruebas de descargo.

Una vez concluida la etapa intermedia, el órgano sancionador de la entidad resuelve sobre el cometimiento o no de la infracción, y establece las sanciones correspondientes basadas en los criterios de dosimetría punitiva y en concordancia con las disposiciones de la LMVE en lo referente a sanciones.

La resolución del órgano competente debe ser notificada inmediatamente a la Superintendencia, que de ser el caso, podrá iniciar un proceso administrativo sancionador

en contra de quienes incumplieron con la normativa, cuando esta conducta lesione el objeto de la LMVE determinado en su artículo 1.

2.3.3 Valoración crítica y conclusiones

A pesar de que el mercado de valores en Ecuador no sea nuevo, pues los primeros indicios de este datan del Código de Comercio de 1906, ha tenido poco impulso en el país. Al revisar la normativa pertinente durante la realización de este capítulo se puede notar que aún queda mucho camino por recorrer, hemos encontrado normativa poco actualizada, que todavía hace referencia a órganos que actualmente no existen, y una LMVE que necesita ser codificada nuevamente para incluir aquellos artículos innumerados añadidos durante los últimos años, como el referente a los criterios de gradación de las sanciones que se incluye a partir del 2014.

Únicamente tomando como referencia este hecho, se puede inferir el nivel en el que se encuentra Ecuador en lo que respecta al procedimiento administrativo sancionador, que hasta hace unos pocos años no contemplaba el principio de proporcionalidad o mejor dicho, no lo aplicaba adecuadamente, pues las sanciones que interponía la Superintendencia no se basaban en criterios de dosimetría punitiva, es decir, no tomaba en cuenta las circunstancias que rodeaban al hecho, que podían atenuar o agravar la sanción.

Es más, los procedimientos administrativos en general no siempre estuvieron regidos por una normativa común que garantizara lo que desde hace años se encuentra determinado en varios tratados internacionales y en sistemas jurídicos más desarrollados como el español, los derechos inherentes a todo proceso. Si bien es cierto, la Constitución recoge todos aquellos principios y garantías, pero no existía un cuerpo normativo que plasmara la forma en que se materializaran, hasta el año 2017 que fue cuando entró en vigencia el COA.

A manera de crítica al procedimiento en sí mismo, consideramos que resulta un tanto engorroso y burocrático, sobre todo en caso de iniciar el mismo a través de la denuncia de un particular, pues como vimos, en Ecuador no se puede dar inicio con las investigaciones pertinentes si la denuncia se realiza de manera anónima, o utilizando otro mecanismo vía electrónica, como sí sucede en España donde incluso la CNMV ha habilitado un correo electrónico para que las denuncias sobre supuestas infracciones lleguen a sus manos y los denunciados no sientan ningún tipo de coacción al contar los hechos. Además de presentar la denuncia con todos los requisitos formales que se exige, los denunciados están obligados a reconocer su firma y rúbrica, requisito indispensable si el cual las investigaciones no prosperarán, lo que consideramos es una violación al derecho de confidencialidad de los datos del particular, eso sin mencionar el retraso que supone el inicio de las investigaciones por este acto que simplemente es pura burocracia.

Ciertamente, las dependencias públicas deben esforzarse por cumplir con los preceptos y disposiciones que emanan de la ley, lo que se logrará únicamente si la administración actúa con diligencia y además, adecúa su normativa interna.

CAPITULO 3

ESTUDIO COMPARATIVO DE LOS REGÍMENES SANCIONADORES

Luego de exponer de forma muy descriptiva todo el funcionamiento del mercado de valores en los países objeto del presente trabajo y de comprender el ejercicio del procedimiento sancionador, queremos realizar un análisis más crítico, que permita valorar aquellas cuestiones que por fuera de la mera tipificación de infracciones y sanciones velan por la correcta aplicación de un procedimiento administrativo sancionador.

El Capítulo III contiene una comparativa entre España y Ecuador. Primero, realizamos un análisis de las pautas emitidas por la Organización Internacional de Comisiones de Valores (en adelante IOSCO), denominado “*Credible Deterrence In The Enforcement Of Securities Regulation*”¹⁰⁹ (en adelante Credible Deterrence) para determinar qué tan eficaces son los ordenamientos jurídicos de estos dos países en relación al procedimiento administrativo sancionador. En segundo lugar, se analizan las diferencias existentes entre el régimen “disciplinario” propio de uno de los sistemas multilaterales de negociación del mercado español en relación con la potestad de autorregulación que se otorga a las Bolsas de valores en Ecuador, concretamente, el Reglamento General de las Bolsas de Valores de Quito y Guayaquil.

3.2 CREDIBLE DETERRENCE IN THE ENFORCEMENT OF SECURITIES REGULATION

Dado que tanto en España como en Ecuador el procedimiento administrativo sancionador se basa en los mismos principios rectores, hemos considerado pertinente tomar las pautas establecidas en el Credible Deterrence para analizar, a través de sus disposiciones, el nivel de cumplimiento de tales principios, entre otros aspectos propios del procedimiento.

Este documento puede traducirse como “Disuasión efectiva en la aplicación de la regulación sobre mercado de valores” y consiste en una guía que permite “identificar y promover el conocimiento de aquellos factores que pueden disuadir de manera creíble la mala conducta en los mercados de valores e inversiones” (IOSCO, 2015)¹¹⁰. Incluye

¹⁰⁹ IOSCO. (Junio 2015). *Credible Deterrence In The Enforcement Of Securities Regulation* [en línea] disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD490.pdf> [consulta: 28 abril 2018].

¹¹⁰ IOSCO ob. cit. pág. 6

factores, como los llaman en el documento, que las autoridades reguladoras, supervisoras y sancionadoras de cada país deben tomar en cuenta para disuadir las conductas que atentan contra la integridad de los mercados de valores por parte de sus participantes, a través de su marco normativo.

Se dice que un marco normativo es disuasivo cuando garantiza que aquellos infractores sean rápidamente detectados, procesados y sancionados, por supuesto, los perjuicios de las sanciones deben ser mayores a los beneficios fruto de la infracción cometida, en ese sentido, nos encontramos frente a un sistema que desanima a los participantes del mercado a cometer cualquier tipo de acción u omisión típica y antijurídica, que les genere utilidades.

Hemos visto pertinente tomar como punto de partida las disposiciones plasmadas en este documento para determinar si en los sistemas normativos sancionadores de España y Ecuador, se cumplen las características de una regulación eficiente, eficaz y preventiva, que reduce al máximo los índices de cometimiento de infracciones o, si sucede lo contrario. A continuación se analizarán los factores incluidos en el Credible Deterrence en relación a estos dos países.

3.2.1 Certeza Legal

Este factor hace referencia a un marco normativo certero y predecible, que permite a las personas tanto naturales como jurídicas, que intervienen en el mercado de valores, conocer con claridad las consecuencias de una conducta antijurídica.

3.2.1.1 Marco jurídico legal y regulatorio

Un marco jurídico orientado a disuadir las conductas antijurídicas debe garantizar que éstas se detectarán rápidamente, se investigarán y se castigarán. Además es importante que la regulación de cada país cuente con diferentes vías que permitan sancionar al infractor, no sólo en el ámbito administrativo, sino también civil y penal (IOSCO, 2015)¹¹¹.

En el caso de España hemos podido observar que el derecho administrativo sancionador se encuentra muy desarrollado, las disposiciones referentes a infracciones y sanciones están contenidas en el TRLMV, sin perjuicio de las diferentes órdenes emitidas por el Ministerio competente, que, desarrollan de forma más amplia los tipos infractores sin que eso signifique la inclusión de nuevos elementos que constituyan infracciones diferentes a las que se encuentran tipificadas en la normativa con rango de ley.

En el caso de Ecuador, encontramos que las infracciones y sanciones están tipificadas en la LMVE. La Junta tiene la atribución de expedir normas y resoluciones complementarias, así como las bolsas y casas de valores tienen la facultad de crear normas

¹¹¹ IOSCO ob.cit. pág. 10

de autorregulación que sancionen conductas antijurídicas, siempre en concordancia con la LMVE.

En ambos países existen consecuencias civiles y penales además de las administrativas, sin embargo, la diferencia está en el principio de non bis in ídem, cuya aplicación en España es estricta. Como anteriormente quedó determinado, este principio propugna el impedimento de una doble sanción en caso de producirse la llamada “triple identidad”, por lo tanto, no se permite sancionar por vía administrativa a un infractor que ya ha sido sancionado en la vía penal, la cual tiene preferencia, así como lo determina el artículo 31.1 de la LRSJSP y el artículo 272 del TRLMV.

Pero en Ecuador sucede lo contrario, a pesar de que en la CRE en su artículo 76 apartado 7 letra i expresamente se prohíbe el doble juzgamiento, el COIP excluye las sanciones civiles y administrativas, es decir, no considera como vulneración al principio de non bis in ídem la aplicación de sanciones civiles y administrativas, una vez que ya han sido aplicadas las sanciones penales.

En este punto es importante hacer una aclaración, la CRE prohíbe el doble juzgamiento, no la doble imposición de sanciones, mientras que el COIP indica la prohibición de doble juzgamiento y sanción pero haciendo referencia únicamente a la aplicación de la justicia indígena, que en Ecuador, se encuentra totalmente reconocida, pero no considera que exista vulneración a este principio si una infracción de carácter penal, debe ser sancionada también en el ámbito administrativo y civil, nada se dice sobre la “triple identidad” ni la supremacía del procedimiento penal sobre el administrativo, y es por ello que existen críticos hacia esta posición del COIP, como el Profesor Rosillo (2017)¹¹² que opina lo siguiente:

“Nuestra legislación no reconoce una subordinación de la potestad sancionadora administrativa o civil al orden jurisdiccional penal, lo que se traduce efectivamente en una vulneración de los derechos del procesado o condenado, ya que se somete a la misma persona a tortuosos enjuiciamientos administrativos o civiles que en algunos casos son más engorrosos y pueden tener inclusive respuestas contradictorias con la causa penal.”

De cierta manera vemos que esta falta de armonización de normas en Ecuador puede ser un factor que disuada la conducta antijurídica de los participantes en los mercados de valores, pues se estarían enfrentando a varios procedimientos y sanciones por diferentes vías, incluso si concurre la “triple identidad”, pero sin duda estamos frente a una vulneración del principio de non bis in ídem, y también del factor que estamos analizando, pues no existen normas claras que permitan conocer las verdaderas consecuencias del cometimiento de una infracción y por ende, eso genera inseguridad jurídica, problemática que no se produce en España.

¹¹² Rosillo, V. (2017). Principio de non bis in ídem en el Código Orgánico Integral Penal [en línea] disponible en <http://poderdelderecho.com/principio-non-bis-in-idem-en-el-codigo-organico-integral-penal/> [consulta: 28 abril 2018]

3.2.2 Detectar la conducta antijurídica

El hecho de que los posibles infractores tengan la expectativa de que serán descubiertos, procesados y sancionados si cometen el ilícito, es una forma efectiva de disuasión, que se ve maximizada si los órganos reguladores están vinculados y crean sistemas de intercambio de inteligencia e información con la población bajo su supervisión, y entre los mismos reguladores nacionales e internacionales (IOSCO, 2015)¹¹³

Como hemos visto en los capítulos anteriores, las funciones de la CNMV en España y de la Superintendencia en Ecuador consisten en supervisar y sancionar administrativamente a quienes infringen la ley, así lo ha determinado el TRLMV en su artículo 17 numeral 1:

1. *“La Comisión Nacional del Mercado de Valores es el órgano competente en materia de supervisión e inspección de los mercados de valores y de la actividad de cuantas personas físicas y jurídicas se relacionan en el tráfico de los mismos, del ejercicio sobre ellas de la potestad sancionadora y de las demás funciones que se le atribuyen en esta ley.”*

Mientras que la LMVE en el caso de Ecuador, en su artículo 10 establece:

“(...) la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para efectos de esta Ley, ejercerá las funciones de vigilancia, auditoría, intervención y control del mercado de valores con el propósito de que las actividades de este mercado se sujeten al ordenamiento jurídico y atiendan al interés general (...)”

Por lo tanto podemos inferir que es a través del ejercicio de la potestad supervisora que las autoridades de cada país detectan el cometimiento de infracciones por parte de sus administrados. La supervisión se puede ejercer de diferentes formas, en el caso de España esta facultad se ha desarrollado en el documento denominado Procedimientos sobre la supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores (P01)¹¹⁴ donde se establece cómo la CNMV y sus diferentes Direcciones Generales actúan para detectar el posible cometimiento de infracciones.

En primer lugar, la CNMV está facultada para realizar inspecciones in situ, es decir, en presencia física, y también a distancia, puede tomar declaraciones y requerir información a sus supervisados contenida en documentos, informes, libros, archivos y demás, así como servirse de expertos externos que contribuyan a la clarificación de los hechos.

¹¹³ IOSCO ob. cit. pág. 15

¹¹⁴ CNMV. (2016). *Procedimientos sobre la supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores (P01)* del 20 de septiembre de 2016.

En Ecuador, la Superintendencia realiza el mismo trabajo, pero es importante tomar en cuenta el tamaño del mercado de este país en relación con el español, es por ello que este órgano no supervisa únicamente al mercado de valores como la CNMV, se encarga también de la supervisión de compañías y del ámbito de los seguros, por lo tanto, dentro la Superintendencia se encuentra la Intendencia Nacional de Mercado de Valores que es la encargada directa de llevar a cabo las inspecciones orientadas a detectar cualquier incumplimiento de la ley, así como lo indica el artículo 10 numeral 2 de la LMVE:

“Inspeccionar, en cualquier tiempo a las compañías, entidades y demás personas que intervengan en el mercado de valores, con amplias facultades de verificación de sus operaciones, libros contables, información y cuanto documento o instrumento sea necesario examinar, sin que se le pueda oponer el sigilo bancario o bursátil, de acuerdo con las normas que expida la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, exigiendo que las instituciones controladas cumplan con las medidas correctivas y de saneamiento en los casos que se dispongan”

Vemos que una de las formas que tienen los supervisores de cada país para detectar a los posibles infractores es a través de inspecciones donde se pretende encontrar los elementos que permitan determinar si ha existido o no el cometimiento de una infracción. Es claro que la CNMV dispone de lineamientos más detallados como los documentos P01 y P02 para llevar a cabo esta actividad que la Superintendencia en Ecuador, dado que los mercados y las transacciones en España son de gran magnitud, no así en este pequeño país.

Las inspecciones sean in situ o a distancia, son parte inherente de las funciones de los órganos supervisores de ambos países, sin embargo, también existen otras formas a través de las cuales estos obtienen información sobre las posibles infracciones que se cometan en el mercado de valores, tal y como veremos a continuación.

3.2.2.1 Vigilancia transfronteriza

Resulta importante que las autoridades supervisoras mantengan conexiones con las bolsas y supervisores de otros países, para recibir un flujo constante de información sobre los intercambios nacionales y extranjeros, transacciones que en ciertos casos pueden entrañar el cometimiento de infracciones. IOSCO recomienda colaborar y compartir inteligencia entre los supervisores como medio para disuadir la mala conducta en los mercados de valores.

España, al ser un país miembro de la UE como vimos en el Capítulo I, cuenta con una autoridad supranacional encargada de regular los mercados de valores de la región, hablamos de la AEMV o ESMA, que ha creado un mecanismo que permite a los supervisores europeos intercambiar información sobre transacciones en el mercado de valores. Consideramos que el estar ubicados en un mismo espacio geográfico, contar con un sistema normativo homogéneo y tener una autoridad de valores común, se traduce,

indudablemente, en factores que fortalecen la vigilancia a nivel de la UE, no así en Ecuador.

Es cierto que Ecuador forma parte de la CAN y que en materia de mercado de valores se encuentra el Comité Andino de Autoridades Regulatoras del Mercado de Valores, cuyo objetivo primordial obedece a brindar asesoramiento a la autoridad de la comunidad en el proceso de integración, sin embargo, las disposiciones emitidas por la CAN en realidad no han sido acatadas de forma general, incluso ha estado al borde de la desaparición, por lo que podemos concluir que en Ecuador y la región, aún queda un largo camino por recorrer en lo que se refiere a supervisión transfronteriza. Claro está que el mercado en Ecuador es pequeño y no se realizan transacciones de gran magnitud como sucede en los mercados europeos, pero sería un gran avance el entablar conexiones sobre supervisión por lo menos con los países andinos.

3.2.2.2 Proveer mecanismos para el público

Obtener información del público resulta una fuente importante para que los supervisores puedan iniciar con las investigaciones y posterior proceso por infracciones. Por ello se hace necesario crear mecanismos que permitan que el público presente quejas sobre sospechas o mala conducta real (IOSCO, 2015)¹¹⁵.

Si analizamos el caso de España, vemos que las investigaciones por posible presunto cometimiento de una infracción, inician por tres razones, la primera parte del ejercicio de supervisión de la misma CNMV, pero la segunda y la tercera, como vimos en el capítulo anterior, son importantes porque es información proveniente del exterior, ya sea de denunciantes (anónimos o no) o de alertas comunicadas por los intermediarios.

Alertas comunicadas por terceros identificados o anónimos (whistleblowing)

La CNMV pone a disposición del público la dirección de correo electrónico comunicaciondeinfracciones@cnmv.es, en el que cualquier persona que tenga conocimiento sobre el cometimiento de una infracción en el mercado de valores, remita tal información con especial referencia del nombre de la persona física o jurídica, los hechos que constituyen la supuesta infracción y cualquier documentación disponible que aporte al caso, es importante destacar que es potestativo del denunciante revelar o no su identidad¹¹⁶.

Reclamaciones de clientes/inversores perjudicados

De forma general, las reclamaciones son presentadas por inversores/clientes de ESIs o bancos que prestan servicios de inversión, que han visto perjudicados sus intereses con el accionar de estas entidades, por ello, la CNMV ha puesto a disposición el Servicio

¹¹⁵ IOSCO ob. cit. pág. 17

¹¹⁶ CNMV ob. cit

de Reclamaciones, ante el cual se puede presentar la correspondiente reclamación a través de un formulario.

Estas reclamaciones no necesariamente constituyen una infracción, pero queda a discreción del supervisor determinar si hay indicios suficientes para comenzar con las investigaciones que podrían derivar en un proceso administrativo sancionador.

En el caso de Ecuador, no es posible iniciar con la fase previa del proceso administrativo si no se ha presentado formalmente una denuncia ante la Superintendencia, y decimos formalmente porque debe contener todos los requisitos de una demanda judicial común, e incluso debe estar firmada por un abogado. De tal manera que el supervisor no podría conocer sobre el posible cometimiento de una infracción de forma anónima o sin revelar los datos del denunciante como en España, incluso, uno de los requisitos para comenzar con las investigaciones es el reconocimiento de firma del denunciante.

En ese sentido creemos que España es mucho más práctico y utiliza un sistema que brinda la apertura suficiente para denunciar aquellos actos antijurídicos, salvaguardando la identidad los denunciantes que no quieren ser descubiertos, no así en el caso de Ecuador, lo que consideramos puede llegar a desalentar al público que posee información importante sobre el cometimiento de infracciones en el mercado de valores y no la comunica por temor a revelar su identidad.

Según las disposiciones legales sobre el procedimiento administrativo sancionador, se evita que las denuncias sean anónimas como mecanismo para corroborar la veracidad de los hechos que se alegan y no dar inicio a una investigación sobre infracciones que posiblemente no existan, sin embargo, y basadas en el documento de IOSCO vemos que la política utilizada en Ecuador para receptar información del público sobre posibles infracciones, no contribuye a disuadir el cometimiento de las mismas.

3.2.3 Investigación y enjuiciamiento de la mala conducta

Es de especial importancia que se inicie con el procedimiento administrativo sancionador (hablamos de sus etapas investigativas en primer lugar) tan pronto como se produzca la conducta antijurídica, es por eso que el supervisor necesita que los intermediarios sean quienes comuniquen sobre las anomalías que pudieran detectar en las transacciones de sus clientes, dada la posición única que mantienen (IOSCO, 2015)¹¹⁷, además de propiciar canales para que el público denuncie si ha sido víctima o testigo de una mala práctica en el mercado de valores así como anteriormente analizamos.

En lo referente al papel que desempeñan los intermediarios en el mercado de valores podemos mencionar que en España, claramente el TRLMV en su artículo 232 numeral 1 determina que:

¹¹⁷ IOSCO ob.cit. pág. 27-28

*“Las entidades que efectúen operaciones con instrumentos financieros deberán **avisar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores**, con la mayor celeridad posible, cuando consideren que existen **indicios razonables** para sospechar que una operación utiliza información privilegiada o constituye una práctica que falsea la libre formación de los precios.”*

Y las disposiciones no se quedan únicamente en lo establecido en el TRLM, pues es indispensable que los indicios a los que se hace referencia en el artículo precedente, deben estar totalmente definidos y desarrollados para que el intermediario pueda detectar una posible conducta infractora de forma rápida y dar aviso a la CNMV, especialmente en lo referente a comportamientos orientados a manipular los precios en las cotizaciones.

De esta forma, encontramos que los indicios se encuentran desarrollados en el Real Decreto 1333/2005 y en el Anexo I del Reglamento UE 596/2014. Realmente, estos cuerpos legales contienen extensas disposiciones que rebasan los límites de esta investigación, sin embargo, hemos querido hacer mención de ellos como una manera de contrastar la riqueza legislativa española sobre el papel que cumplen los intermediarios para disuadir el cometimiento de infracciones, en comparación con la legislación ecuatoriana, que en ninguna parte de la LMVE hace mención expresa de la obligación que deberían tener los intermediarios en cuanto a reportar a la Superintendencia conductas sospechosas.

En vista de no encontrar una disposición explícita en la LMVE, ni en la codificación de resoluciones de la Junta en lo pertinente al inicio del procedimiento, que recordemos, se originaba únicamente mediante denuncia o de oficio por parte de la Superintendencia en ejercicio de su potestad supervisora, hemos encontrado en la misma codificación en su Título XXII artículo 4, la obligación de parte de las casas y bolsas de valores, de comunicar las operaciones sospechosas que realicen sus clientes a la Unidad de Análisis Financiero y Económico (en adelante UAFE) como una medida para combatir el lavado de activos, es decir, no tiene una finalidad sancionadora administrativa, sino penal.

Cabe recalcar que las entidades auditoras externas sí que tienen el deber de comunicar de forma inmediata a la Superintendencia “si como producto del examen, detecta indicios o presunciones de fraude, abuso de información privilegiada y actos ilegales” (Codificación de resoluciones de la Junta, Título XIX, artículo 5) en relación a las empresas que auditen, por lo que éste también constituye un medio para que el supervisor inicie con las investigaciones pertinentes que podrían concluir en un proceso administrativo sancionador, sin embargo, los exámenes realizados por las auditoras externas se cumplen cada cierto tiempo por lo que no son una vía tan eficiente para que la Superintendencia conozca sobre supuestas infracciones al momento de su comisión, como si podrían reportar las casas de valores.

En definitiva, el factor propuesto por el Credible Deterrace analizado en este apartado, tiene la finalidad de establecer pautas para que los supervisores inicien de forma inmediata con las investigaciones preliminares que pueden originar el proceso

administrativo sancionador, una vez cometida la infracción, por lo que considera que la forma más rápida es a través de las alertas emitidas por los intermediarios, aspecto que en España se cumple a cabalidad, no así en Ecuador y es precisamente la razón por la que en el registro de la Superintendencia casi no existen sanciones por abuso de mercado, porque quienes estarían llamados a comunicar estas conductas, no tienen la obligación legal de hacerlo.

3.2.4 Sanciones: castigos fuertes sin beneficio por mala conducta

Los entes supervisores deben estar dispuestos a utilizar una gama de sanciones efectivas, proporcionadas y ejemplificadoras, que en ningún caso impliquen un costo menor al de la mala conducta efectuada. La disuasión puede mejorar cuando se introducen consecuencias penales y cuando los infractores son responsables personalmente por sus acciones (IOSCO, 2015), es decir, que no se impute la conducta antijurídica únicamente a la persona jurídica, en el caso de infracciones en el ámbito del mercado de valores, sino que más bien se persiga al individuo que ejecutó tal comportamiento.

En ese sentido podemos observar que tanto en España como en Ecuador, las sanciones son muy similares, van desde multas hasta revocaciones de la autorización para operar en un mercado en caso de personas jurídicas y, la suspensión indefinida para ocupar cargos similares a los administradores y altos funcionarios que han sido partícipes o autores de la infracción.

Sin embargo, hemos notado una gran brecha en lo referente al monto de las multas, siendo las españolas mucho más elevadas, así como representamos en la siguiente tabla donde se representan los montos máximos para cada una de las infracciones.

Tabla 7. Multas por infracciones en personas jurídicas

MULTAS MÁXIMAS POR EL COMETIMIENTO DE INFRACCIONES EN PERSONAS JURÍDICAS			
	LEVES	GRAVES	MUY GRAVES
ESPAÑA	*30.000 euros	*300.000 euros	*600.000 euros
ECUADOR	4.632 dólares	80.288 dólares	161.384 dólares

**Los montos máximos en razón de multas en España responden a criterios residuales, los cuales se han tomado para realizar la comparativa con Ecuador. Para ver la totalidad de multas y sanciones en general, remitirse al Capítulo II*

Fuente: TRLMV y LMVE

Es importante mencionar que la legislación en Ecuador no determina estos montos exactamente, los mismos se calculan tomando en cuenta el SBU en el año correspondiente, las cantidades mencionadas en la tabla anterior se han calculado de acuerdo al SBU vigente en el año 2018.

Claro está que las multas impuestas en cada país responden a la realidad del mercado de valores correspondiente, no podemos igualar la magnitud de las transacciones

que se realizan en los mercados españoles, especialmente en las bolsas de valores, con las transacciones que se llevan a cabo en Ecuador, ni la dinámica de los mercados europeos o estadounidenses con el de un país pequeño donde las empresas que cotizan en su mayoría son locales.

Si seguimos en el ámbito de las multas podemos indicar que en España, los administradores y directivos que han incurrido en una conducta antijurídica son sancionados con multas de hasta 400.000 euros cuando las infracciones son muy graves, lo que no ocurre en Ecuador pues las multas están dirigidas únicamente a las personas jurídicas, lo que sin duda es un factor que no contribuye a disuadir las conductas negativas dado que quienes infringen la ley, no deben responder personalmente como sugiere IOSCO, hablando únicamente en lo referente a sanciones pecuniarias, pero tal deficiencia se ve saneada con la imposición de otro tipo de sanciones como las que explicaremos.

Ahora, nos referiremos exclusivamente a aquellas sanciones impuestas a los administradores y directivos dado que son más personales que las sanciones impuestas a la sociedad en su conjunto. En ese caso, ni en España ni en Ecuador se les sanciona por infracciones leves, pero sí por las graves y las muy graves, siendo Ecuador más estricto en este ámbito donde vemos que para las infracciones graves la sanción es de inhabilitación temporal hasta 4 años para ser funcionario de la Junta o la Superintendencia, o funcionario de cualquier entidad que participe en el mercado, mientras que en España la sanción es de hasta 1 año nada más para ejercer su cargo en la sociedad.

Las infracciones muy graves en España son sancionadas con separación del cargo e inhabilitación absoluta hasta 10 años, siendo esta sanción la más fuerte que se equipara con la impuesta en Ecuador por un mismo tiempo, pero que se extiende además a la inhabilitación para ser funcionario o miembro de la Junta o la Superintendencia, o funcionario de cualquier entidad que opere en el mercado.

Además en Ecuador también se puede interponer simultáneamente una suspensión definitiva de:

- Ejercicio del derecho al voto de un accionista.
- Capacidad de integrar los organismos de administración y control de la compañía
- Prohibición de enajenar las acciones.

En España las sanciones también se pueden combinar y además de la inhabilitación absoluta por 10 años se puede interponer una amonestación pública o privada y la multa que anteriormente mencionamos. En ese sentido podemos concluir que, en ambos países las sanciones establecidas en la ley, contribuyen a disuadir el comportamiento antijurídico, pues a pesar de ser muy similares, cada una se adapta a la realidad de su mercado.

En Ecuador puede que no sea necesaria la aplicación de multas directamente a los administradores o altos directivos, pues como dijimos, en su mayoría las empresas que

cotizan en el mercado son locales y no es común que se realicen operaciones de gran magnitud, pero esto se compensa con la imposición de sanciones más drásticas, sobre todo para las infracciones muy graves, que indudablemente impactan al público al que están dirigidas y llegar a disuadir conductas antijurídicas. Así mismo en España, cuyas sanciones se ven reforzadas con la imposición de altas multas, las cuales son necesarias para evitar que los resultados de la conducta antijurídica sean más beneficiosos que la sanción impuesta.

En atención al principio de proporcionalidad, no podemos dejar de mencionar que tanto en España como en Ecuador, se utilizan criterios de dosimetría punitiva que permiten atenuar o agravar la sanción de acuerdo con las circunstancias. Consideramos pertinente remitirnos al análisis realizado en el Capítulo II en lo referente al principio de proporcionalidad para no caer reiterativamente en esta comparación, pero sí queremos recalcar que en ambos países estos criterios son de aplicación obligatoria.

Siguiendo con las recomendaciones de IOSCO que se proponen en este apartado, vemos que la conexión de infracciones administrativas con consecuencias penales, es un elemento importante para disuadir a los posibles infractores y, aunque durante la presente investigación no se ha hecho mención de las infracciones relacionadas al tema en el ámbito penal, consideramos realizar una rápida mención de ellas, con el único objetivo de resaltar el cumplimiento de este factor en los países analizados.

La tabla que presentamos a continuación, resume los delitos que pueden configurarse en el mercado de valores con su respectiva pena y, el cuerpo normativo en el cual están tipificados, tanto en España como en Ecuador.

Tabla 8. Delitos y Penas

DELITOS Y PENAS			
	Artículo	Delito	Pena
España Código Penal	284	Manipulación de cotizaciones penal	Privación de libertad de 6 meses a dos años e inhabilitación de 1 a 2 años para intervenir en el mercado
	285	Uso ilícito de información privilegiada penal	Privación de libertad de 1 a 4 años, multa del triplo del beneficio obtenido e inhabilitación para el ejercicio de la profesión de 2 a 5 años.
Ecuador COIP	312	Falsedad de la información	Privación de libertad de 3 a 5 años
	313	Defraudaciones bursátiles	Privación de libertad de 3 a 5 años
	314	Falsedad documental en el mercado de valores	Privación de libertad de 3 a 5 años

Fuente: CPEJ¹¹⁸ y COIP¹¹⁹

Claro está que tanto la manipulación de cotizaciones como el uso ilícito de información privilegiada, en condiciones normales son objeto de sanciones administrativas por la CNMV, pero en este caso estamos hablando de situaciones donde se rebasan ciertos umbrales y los perjuicios ocasionados son mayores, hablando económicamente, para que la manipulación de cotizaciones sea sancionada en el ámbito penal es necesario haber tenido un beneficio o causado un perjuicio a terceros de al menos 300.000 euros, y en el caso de la información privilegiada el monto mínimo para que sea tratado en vía penal es de 600.000 euros. Por lo tanto, nos encontramos ante un auténtico

¹¹⁸ España. Jefatura del Estado. Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Revisión vigente desde 28 de octubre de 2015. *Boletín Oficial del Estado*, 24 de noviembre de 1995, (281)

¹¹⁹ Ecuador. Asamblea Nacional. *Código Orgánico Integral Penal*. Registro Oficial, 10 de febrero de 2014, (180).

trabajo conjunto entre la vía administrativa y la vía penal, aspecto que contribuye a disuadir las conductas antijurídicas, pues ya no estamos hablando únicamente de multas o suspensiones de cargos administrativos, sino de privación de libertad.

En el caso de Ecuador, las infracciones tipificadas en el COIP no son tan específicas en cuanto a tipificar y sancionar una conducta que de cierta forma inicia como infracción administrativa, pero por su gravedad se convierte en penal, dadas las circunstancias del mercado ecuatoriano que como hemos resaltado, no se realizan transacciones de tal magnitud. Pero lo que sí recoge el COIP es una sección de delitos económicos, entre los que se encuentran algunos referentes al mercado de valores.

Estos delitos pueden ser detectados por la Superintendencia en ejercicio de su potestad de supervisión y dar aviso a las autoridades penales correspondientes para que inicien con las respectivas investigaciones y de ser el caso, abrir el proceso penal y sancionar de acuerdo a los lineamientos determinados en la norma, sin perjuicio de las sanciones administrativas y civiles que se deriven de tal conducta.

Como conclusión podemos indicar que las sanciones determinadas en la legislación española y ecuatoriana cumplen con los parámetros establecidos por IOSCO, se ha podido observar que ambos países interponen sanciones que se ajustan a la realidad de su mercado, que además son proporcionales y que existe colaboración entre las autoridades administrativas y penales para reforzar las sanciones de aquellos comportamientos que atentan contra la estabilidad de la economía y perjudican a diferentes sectores.

3.2.5 Promover la comprensión pública y transparencia

Enviar un mensaje público puede disuadir la mala conducta, cuando los posibles infractores saben que los reguladores exhiben los resultados del cumplimiento y las sanciones impuestas contra individuos y entidades (IOSCO, 2015)¹²⁰.

En ese sentido podemos mencionar que tanto España y Ecuador se encuentra establecida legalmente el deber que tienen los supervisores/sancionadores de publicar las sanciones que han impuesto a sus administrados. El TRLMV determina en su artículo 275 apartado 3 que las sanciones deben publicarse tanto en la página web de la CNMV, como en el BOE y se debe incluir información acerca de la infracción, así como los nombres de los sancionados.

En Ecuador, la Codificación de Resoluciones de la Junta en su Título XX artículo 44 dispone que la Superintendencia debe así mismo publicar en su página web las sanciones impuestas, indicando si la resolución ha sido ejecutoriada o si está en proceso de impugnación, de igual manera y anotarlas al margen de la inscripción en el Catastro Público del Mercado de Valores de la compañía o participante sancionado.

¹²⁰ IOSCO ob.cit. pág. 41

Hemos podido comprobar que tanto la CNMV en España como la Superintendencia en Ecuador, cumplen con esta disposición y publican las sanciones interpuestas a sus administrados, especifican la infracción, individualizan al responsable (persona jurídica o física) y finalmente determinan la sanción que atiende al principio de proporcionalidad.

Entendemos que la necesidad de publicar las sanciones consiste en enviar un mensaje al público de que la Administración se encuentra vigilante y que en realidad sí se investigan y se castigan las conductas antijurídicas, pues los posibles infractores son más propensos a actuar cuando tienen la certeza de que no serán descubiertos o en su defecto, no serán sancionados apropiadamente.

3.1 DIFERENCIAS DE REGULACIÓN ENTRE EL MAB Y LA AUTORREGULACIÓN DE LAS BOLSAS EN ECUADOR

Tanto el TRLMV como la LMVE coinciden en que es necesario que las entidades rectoras de cualquier mercado regulado o SMN, cuenten con la capacidad de emitir regulaciones que obliguen a sus miembros al cumplimiento de ciertas normas que garanticen la transparencia y su correcto funcionamiento.

Es así que el TRLMV exige a las entidades rectoras la elaboración de un reglamento de funcionamiento, en el caso de los sistemas multilaterales de negociación, la normativa señala:

“Artículo 320. Reglamento de funcionamiento.

*1. Las entidades rectoras elaborarán un reglamento de funcionamiento específicamente referido a **la gestión del sistema multilateral de negociación** que deberá ser autorizado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y someterse al régimen de publicidad que se determine reglamentariamente, que incluirá la inscripción en el correspondiente registro de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.*

2. El reglamento, que tendrá carácter público, deberá regirse por criterios transparentes, objetivos y no discriminatorios y deberá regular las siguientes materias:

(...)

iv) Supervisión y disciplina de mercado.

a) Métodos de supervisión y control por la entidad rectora de la efectiva observancia del reglamento del Mercado, así como de los preceptos de esta ley y demás normas que resulten aplicables, especialmente en lo que atañe a las normas sobre abuso de mercado por parte de emisores, miembros, asesores registrados y otros participantes.

*b) **Régimen disciplinario** que la entidad rectora aplicará en caso de incumplimiento del reglamento del Mercado, **con independencia de las sanciones administrativas** que resulten aplicables de acuerdo con lo previsto en esta Ley.*

*c) Procedimiento que utilizará la entidad rectora para poner en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores aquellas **incidencias o conductas***

de sus miembros que puedan constituir infracción de esta ley o sus normas de desarrollo o incumplimiento de las reglas contenidas en el reglamento del sistema multilateral de negociación.”

De la normativa referida, se destacan tres elementos fundamentales:

- a) La LMVE prevé en el reglamento de funcionamiento de mercados, que podrán establecer un régimen disciplinario, que se aplique cuando los miembros no cumplan las disposiciones establecidas en el mismo.
- b) Al referirse a los incumplimientos que puedan presentarse, los denomina como incidencias.
- c) En todo caso, la rectora deberá comunicar a la CNMV cuando existan indicios de posibles infracciones a la Ley. De ahí entonces que deja claramente diferenciado que no es igual un incumplimiento al reglamento de funcionamiento, que un incumplimiento a la LMVE, en cuyo caso podría constituir una infracción, es decir, con una consecuencia mucho más gravosa que una mera incidencia.

A diferencia de España, en Ecuador no existen los SMN, sino un único mercado regulado¹²¹, el sistema bursátil. En ese sentido, el artículo 43 de la LMVE va más allá y faculta a las entidades rectoras del mercado bursátil la creación de normas de autorregulación.

“Art. 43.- Del concepto y alcance.- Se entiende por autorregulación, la facultad que tienen las bolsas de valores y las asociaciones gremiales formadas por los entes creados al amparo de esta Ley y debidamente reconocidos por el C.N.V., para dictar sus reglamentos y demás normas internas, así como para ejercer el control de sus miembros e imponer las sanciones dentro del ámbito de su competencia.

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

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

De este artículo nace la Resolución de Autorregulación de la Junta, cuyo artículo 1 determina que la autorregulación comprende las facultades normativas, de supervisión y sanción, así como se vio en el Capítulo II. He aquí donde surgen las dos diferencias que orientarán el presente análisis:

1.- La normativa ecuatoriana otorga la facultad de autorregulación a las sociedades rectoras de las bolsas de valores, facultad que difiere de una mera autorización para emitir un reglamento de funcionamiento, como es en el caso español.

¹²¹ La LMVE reconoce además la existencia del mercado extrabursátil y privado, sin embargo no existe ningún tipo de reglamentación que permita identificar el desarrollo o similitud de éstos con un SMN.

Para entender esta diferencia es necesario que analicemos dos puntos de vista doctrinarios acerca de la facultad de autorregulación. Según una primera acepción, la autorregulación se comprende mejor con la caracterización realizada por Ogus (1995):

“...el concepto de autorregulación cubre una multitud de estructuras que van desde la autoimposición voluntaria de estándares de conducta por parte de individuos u organizaciones, hasta la delegación de la potestad normativa pública a favor de las asociaciones de base privada representativas de los sujetos que desarrollan una determinada actividad”¹²²

Desde un segundo punto de vista, Darnaculleta (s.f) señala que solo podrá considerarse que existe autorregulación cuando quien se autorregula debe asumir como suyos los resultados de tal autorregulación y, por el otro, cuando el objetivo de la misma es la consecución de **un fin que**, desde un punto de vista jurídico, debe ser alcanzado en primer término mediante la autorregulación –y no mediante una regulación estatal directa¹²³.

A partir de esta doble consideración de la autorregulación, resulta entonces evidente que la acepción más aceptable en el caso de Ecuador es la de Ogus, pues dota a un organismo privado de una potestad regulatoria que aunque limitada por la misma LMVE, no deja de ser propiamente una delegación.

Respecto del caso español, en el concepto más amplio posible podríamos decir que tiene concordancia con lo sostenido por Darnaculleta, pues el funcionamiento del sistema alternativo bursátil en sí mismo queda bajo responsabilidad del organismo rector, sin que se busque una intervención estatal directa.

2.- Por otra parte, en cuanto a la categorización que realizan ambas normativas, y fuera de lo que en principio podría parecer una mera diferencia conceptual, la implicación de la terminología que se usa en la LMVE versus la terminología que usa el TRLMV al referirse a las consecuencias del incumplimiento por parte de los miembros respecto de las normas internas de funcionamiento de los sistemas multilaterales, es trascendental al momento de calificar la competencia que tiene el organismo privado en cada país.

En España, la consecuencia de una inobservancia de la normativa interna se somete a un régimen disciplinario, mientras que en Ecuador se aplica un régimen sancionador mucho más coercitivo, tanto es así que el mismo artículo 48 de la LMVE manda como obligación de las bolsas de valores “Sancionar a las personas jurídicas y personas naturales sometidas a su control, por transgresiones a las normas de autorregulación”.

¹²² Ogus, A. “Rethinking Self-Regulation”, *Oxford Journal of Legal Studies*, 1995, 15-1, pp 97 y ss.

¹²³ Darnaculleta, M. *Autoregulación y Derecho público: la autoregulación regulada*, op. Cit.,p.343

A partir de esta revelación, nos corresponde precisar los contrastes y el alcance propiamente que tiene cada régimen dentro del país de su jurisdicción.

3.1.1 Diferenciación entre un régimen disciplinario y un régimen sancionador

3.1.1.1 Régimen disciplinario español

La disciplina de cualquier organización, tiene como objetivo mantener el orden, un desarrollo dentro del que más allá del libre albedrío de los individuos, ejerza una especie de obligatoriedad de ciertas disposiciones, que aunque no originadas a través de un procedimiento legislativo, se encuentran incorporadas en un instrumento de funcionamiento “colectivamente aceptado”. Para Marina (2006), más allá del orden en sí mismo la disciplina busca:

*“...en última instancia, alcanzar los fines asignados. En otras palabras, el poder disciplinario representa un pilar fundamental sobre el que reposa la organización de cualquier institución público o privada. (...) Sentado que **el ordenado funcionamiento de la organización es el bien jurídico protegido por la disciplina, es necesario precisar que son múltiples las conductas susceptibles de alterarlo. En este sentido, junto a la obligación básica de desempeñar de forma continua y diligente la función o el trabajo asignado, la potestad disciplinaria garantiza la observancia de otras conductas que vienen exigidas por el hecho de desarrollarse aquella actividad principal en el seno de una organización**”*¹²⁴

De este concepto resulta fundamental destacar que existe un bien jurídico protegido, concretamente en el ámbito de nuestro estudio corresponde al ordenado funcionamiento del sistema multilateral de negociación del que se trate. Asimismo, las diferentes transacciones que se llevan a cabo en dichos sistemas multilaterales requieren de una ordenación que garantice el respeto a la normativa general aplicable al mercado de valores.

Para lograr que un sistema disciplinario, sea efectivo se hace entonces necesario que exista un instrumento al cual remitirse, tanto para conocer las obligaciones y prohibiciones existentes, como para tener certeza de las consecuencias de su agravio. Con el fin de delimitar el objeto de este trabajo se analizará el régimen disciplinario contenido en el Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil.

3.1.1.2 Reglamento del Mercado Alternativo Bursátil.

El Mercado Alternativo Bursátil, más comúnmente conocido como MAB es un sistema multilateral de negociación cuyo funcionamiento se encuentra detallado en su Reglamento. El organismo que se encarga de su gestión es Bolsas y Mercados Españoles, Sistemas de Negociación, S.A., (en adelante, BMESN), mismo que posee una estructura de Comisiones, entre las que se encuentra la Comisión de Supervisión, responsable del control de cumplimiento de la normativa aplicable en materia de disciplina de mercado.

¹²⁴ Marina Jalvo, Belén (2006) *El Régimen Disciplinario de los funcionarios públicos*. España. Lex Nova pp. 28

Dentro de esta facultad de supervisión y control, el referido Reglamento en su artículo 7 prevé entre las facultades de la mencionada Comisión:

“f) Interrumpir y suspender temporalmente la contratación de los valores negociables en los casos previstos en la Ley del Mercado de Valores, y sus disposiciones de desarrollo así como en este Reglamento y en sus normas de desarrollo.

g) Suspender cautelarmente la actuación de los operadores y de los Miembros del Mercado en los casos previstos en este Reglamento y en sus normas de desarrollo.”

En decir, que en primer término la suspensión de negociación de valores o la suspensión de las actuaciones de los miembros, son las medidas que de forma inmediata puede tomar el BMESN, tanto para incumplimientos de las obligaciones que les son impuestas para el funcionamiento del sistema, como por las del mercado de valores.

Las obligaciones de los miembros se encuentran detalladas en el artículo 13 del Reglamento del MAB, dejando en evidencia cada uno de los deberes que tienen que cumplir los miembros; no es el objetivo de esta reflexión analizar cada una de ellas sino rescatar que al igual que el procedimiento sancionador, solo puede disciplinarse en razón del incumplimiento de una obligación expresamente establecida, o en su defecto por el cometimiento de una conducta taxativamente prohibida.

Las posibles consecuencias al incumplimiento de obligaciones, se detallan fundamentalmente en el siguiente articulado del citado Reglamento:

“Artículo 46.- Medidas cautelares, disciplinarias y de supervisión

*1. El incumplimiento de las **obligaciones propias de los Miembros** así como de las entidades participantes en el Mercado permitirá a los órganos del Mercado, adoptar cualquiera de las siguientes medidas:*

*a) **Apercibimientos escritos**, dirigidos a obtener medidas correctoras de las actuaciones incumplidoras*

*b) **Comunicación pública** realizada por el Mercado a través de sus medios de difusión, poniendo en conocimiento general la existencia del incumplimiento. [SEP]*

*c) **Pérdida o suspensión temporal** de la condición con la que la entidad participa en el Mercado.*

*d) **Pérdida definitiva** de la condición con la que la entidad participa en el Mercado.*

Las medidas indicadas anteriormente podrán ser concretadas a través de la correspondiente Circular del Mercado.

2. Las medidas disciplinarias del anterior apartado podrán ser también aplicadas a los operadores en caso de incumplimiento de las normas reguladoras del Mercado.”

Resulta evidente que las medidas disciplinarias previstas responden únicamente a la autoridad del sistema que como rector posee el BMESN, es decir, afectan exclusivamente a la calidad de miembros que tienen los partícipes, de ahí que la máxima medida aplicable sea la pérdida total de la calidad de partícipe del MAB. Por tanto, el régimen disciplinario descrito, no busca sino el cumplimiento de las normas reguladoras y tanto es así que puede iniciar con la mera notificación escrita que invite al partícipe a corregir su incumplimiento hasta la más drástica, su exclusión como miembro.

A diferencia del régimen sancionador del TRLMV, cuyas sanciones se imponen por la Administración y en consecuencia son de carácter administrativo y pecuniario, entre otros, este régimen disciplinario aparta totalmente este tipo de medidas cuya imposición le corresponden exclusivamente a la CNMV, partiendo por supuesto de que la única habilitación que permite la referida norma a los entes rectores es la aplicación de medidas que garanticen el buen funcionamiento del sistema y no necesariamente medidas de carácter punitivo.

3.1.1.2 Régimen sancionador ecuatoriano dentro del sistema de autorregulación

Como se ha referido en el capítulo II de este trabajo, el ejercicio de la potestad sancionadora de las Bolsas de valores no constituye un procedimiento administrativo sancionador en stricto sensu, no obstante, el análisis de delegación de esta potestad que realizaremos a continuación, matiza significativamente esta primera afirmación.

Hemos señalado que la regulación facultada a las Bolsas de Valores se concibe en la LMVE al amparo de la figura de “autorregulación” que no solo abarca la emisión de reglamentos y normas de conducta interna sino también exige el control de sus miembros hasta el grado de requerir que se impongan sanciones, es decir otorgándole a un ente de naturaleza privada facultades sancionadoras.

Surge entonces una confluencia entre la naturaleza privada del organismo y las facultades típicamente públicas que se le otorgan. Al respecto Hans Mundaca (2012: 65-78) analiza esta figura en su trabajo titulado “Público y privado en la potestad sancionadora”:

“...la naturaleza de estas organizaciones no es pública en un sentido estricto, pero tampoco se encuentra ajena al principio de legalidad y, por ende, al Derecho público, en cuanto el propio ordenamiento jurídico le atribuye poderes que se fundamentan en el principio de juridicidad y no en la espontaneidad de sus integrantes.

Con todo lo dicho creemos propio decir que en estas corporaciones de base privada nos hallamos ante una proyección de las funciones propias de la

Administración para facilitar el cumplimiento de funciones que bajo otras circunstancias habría que reconocerles como propia. Esta proyección se produce bajo la figura de la delegación y en cuanto tal se trata del mismo poder o potestad sancionadora de la Administración, y por lo mismo posee la misma naturaleza con lo que presentan una identidad con las infracciones penales, y a su respecto se deberán aplicar los mismos principios, mismos límites e idénticas normas supletorias.”¹²⁵

De forma que, al tratarse de una delegación de una facultad regida por principios tendientes a garantizar derechos del administrado, y pese a no denominarse “procedimiento administrativo sancionador” vemos como sí le es aplicable las normas básicas del mismo, de ahí que como se expuso en el capítulo II las Bolsas de Valores en Ecuador, apliquen las mismas diligencias y fases del procedimiento administrativo sancionador previsto en la LMVE y aplicado por la Superintendencia.

Al hablarse de una potestad sancionadora, el Reglamento General de Bolsas categoriza los incumplimientos a la normativa interna como infracciones autorregulatorias¹²⁶, con la consecuente aplicación de una sanción, y no simplemente una medida disciplinaria como es en el caso del Reglamento del MAB.

Sin embargo, esta facultad sancionadora se encuentra limitada, dado que la misma normativa dispone que los autorreguladores deberán observar los criterios de gradación, contenidos en la Ley y guardar concordancia con las sanciones administrativas previstas en la misma. Bajo esta limitación, las Bolsas de Valores en Ecuador, pueden imponer las siguientes sanciones:

a) Amonestación escrita

Con el requerimiento de implementar correcciones.

b) Multa

El Reglamento señala que para la determinación del monto de la multa, se tomará en cuenta los rangos dispuestos en la Ley de Mercado de Valores en función de si se trata una infracción leve, grave o muy grave.

c) Suspensión operativa

¹²⁵ Corpus Iuris Regionis. Revista Jurídica Regional y Subregional Andina 12 (Iquique, Chile, 2012) pp. 65-78 Hans Mundaca Assmusen Universidad Arturo Prat http://www.academia.edu/17616717/P%C3%ABlico_y_privado._En_la_potestad_sancionadora

¹²⁶ Artículo 229. Infracciones autorregulatorias. - Las transgresiones a la norma de autorregulación expedida por las Bolsas de Valores, son en general infracciones autorregulatorias que serán sancionadas por las Bolsas de Valores de conformidad con los criterios y procedimiento dispuesto en el presente Reglamento.

El artículo 233 del Reglamento determina que *“El plazo de suspensión será establecido por la Bolsa, tomando en consideración la gravedad de la infracción, siendo esta medida únicamente aplicable para aquellas infracciones catalogadas como graves y muy graves.”*

Es decir, no existe una base o un rango de plazos que permita al participante tener certeza jurídica del tiempo que podría estar limitada su participación en la Bolsa.

d) Cancelación de la inscripción

Esta medida resulta aplicable para infracciones catalogadas como muy graves.

De todo lo expuesto entendemos que la delegación de la potestad sancionadora se encuentra justificada, además de que su aplicación efectivamente –aunque en líneas generales- se ejercita con las fases típicas de un procedimiento administrativo sancionador, que garantice el derecho a la contradicción y defensa del miembro de mercado sancionado. Empero, nos resultan excesivas las sanciones establecidas, dado que si bien el Reglamento busca mantener el buen funcionamiento del mercado bursátil no se entiende la finalidad de imponer multas en igual rango que las prescritas en la LMVE, pese a que sí se establecen criterios de graduación.

Para un mejor análisis, comparamos las sanciones y medidas disciplinarias descritas en ambos documentos:

Tabla 9. Medidas disciplinarias vs. sanciones

Reglamento MAB Art. 44.- MEDIDAS DISCIPLINARIAS	Reglamento General de Bolsas de Ecuador Art. 231.- SANCIONES
a) Apercebimientos escritos, dirigidos a obtener medidas correctoras de las actuaciones incumplidoras	a) Amonestación escrita
b) Comunicación pública realizada por el Mercado a través de sus medios de difusión, poniendo en conocimiento general la existencia del incumplimiento.	b) Multa Art. 232.- La Bolsa podrá imponer una multa de acuerdo a la gravedad de la infracción.
c) Pérdida o suspensión temporal de la condición con la que la entidad participa en el Mercado.	c) Suspensión operativa ^[17] _{SEP}
d) Pérdida definitiva de la condición con la que la entidad participa en el Mercado.	d) Cancelación de la inscripción

Fuente: Elaboración propia

Hay que recordar que la finalidad de la autorregulación es la de instrumentar y reglar ese buen funcionamiento, de ahí que aunque sea importante nos lleve a cuestionarnos si este bien jurídico protegido tiene igual preponderancia que el bien jurídico de protección del mercado de valores en su totalidad, como es el de la LMVE.

Desde nuestro punto de vista, es por mucho superior el bien jurídico que persigue proteger la LMVE, por ende, no se encuentra legitimado aplicar los mismos criterios de aplicación de multas, ni aún la aplicación de una multa misma, que en todo caso de ser pertinente en relación a la gravedad del incumplimiento podría ser impuesta por la Superintendencia.

Por otra parte, las Bolsas tienen la obligación de reportar a la Superintendencia las sanciones que se hubieren aplicado a sus miembros y ésta última tiene la capacidad de iniciar un procedimiento administrativo sancionador, de considerarse la existencia de una infracción a la LMVE, es decir cabe fehacientemente la posibilidad de que dos sanciones “administrativas” se impongan al mismo sujeto, presentándose así una violación a la garantía de non bis in ídem.

Podría resultar discutible esta violación de prohibición de doble sanción si se considera que la sanción impuesta por la Bolsa de Valores no corresponde a una sanción de carácter administrativa, sin embargo, entendemos que al existir una delegación expresa de la facultad sancionadora y luego de aplicarse un procedimiento idéntico al procedimiento administrativo, no puede entonces ser otra la naturaleza de las sanciones que la administrativa.

CAPÍTULO 4

PROPUESTA Y CONCLUSIONES

4.1 PROPUESTA

La comparativa realizada entre España y Ecuador, ha servido para desentrañar algunas falencias del sistema normativo en materia de derecho administrativo sancionador de este último, hablando por supuesto, del mercado de valores. Falencias que a simple vista no parecen importantes, pero una vez que se ha estudiado el tema, es posible determinar la existencia de una problemática.

Nos referimos a un aspecto que ha sido criticado durante el desarrollo de esta investigación, específicamente, la facultad de autorregulación que la LMVE otorga a las sociedades rectoras de las bolsas de valores, lo que implica: potestad normativa, supervisora y sancionadora, a pesar de que la potestad sancionadora debe pertenecer

únicamente a la Administración en ejercicio del ius puniendi y, no ejercerla un ente de carácter privado.

España por su parte, ha determinado la existencia de un régimen disciplinario, a través de reglamentos internos de conducta que los expiden las entidades rectoras de los mercados regulados o de los SMN. Este régimen disciplinario se aplica cuando los participantes de estos mercados incumplen con las reglas internas del mercado en concreto, más no suplantán la potestad sancionadora que tiene la CNMV en representación de la Administración.

Con el objetivo de evitar confusión con el término “autorregulación” que de cierta manera entraña una delegación del ius puniendi de la Superintendencia a las entidades rectoras del mercado bursátil, proponemos derogar los artículos 43 y 44 sobre la autorregulación en la LMVE, y en su lugar, establecer la potestad de estas entidades de crear un reglamento interno de conducta, en el que se incluya un régimen disciplinario propio del mercado bursátil, que en ningún momento suponga una sanción similar a las sanciones administrativas.

Además, centrándonos exclusivamente en el procedimiento administrativo sancionador en el mercado de valores ecuatoriano, proponemos introducir la figura del whistleblower como una forma más de dar inicio con las investigaciones preliminares sobre la comisión de una posible infracción, dado que como se ha visto, la legislación ecuatoriana solo contempla la denuncia formal (con reconocimiento de firma y rúbrica del denunciante) y la apertura de la fase previa de investigaciones cuando así lo considere pertinente la Superintendencia en ejercicio de su potestad supervisora y sancionadora.

De tal manera que, debería incluirse este supuesto en el artículo correspondiente al origen de la inspección de control que actualmente está en el artículo 13 del Título XX de la Codificación de Resoluciones de la Junta. Recordemos que como se explicó en un apartado anterior, este Título referente al procedimiento administrativo sancionador está en vigencia, pero, a espera de que una nueva resolución emitida por la Superintendencia lo reemplace.

4.2 CONCLUSIONES

Al iniciar el estudio comparativo de ambos países empezamos por clarificar la importancia que el mercado de valores tenía en cada uno de ellos, es decir su impacto dentro de la economía nacional. Saltó a la vista que el mercado español es por mucho superior al ecuatoriano, y a partir de esta realidad pudo observarse también la importancia que el legislador da a este segmento en cada país.

Empezaremos entonces por exponer nuestras conclusiones acerca de la estructura normativa:

I) Estructura normativa

La gran ventaja del ordenamiento jurídico español, es que pese a ser mucho más complejo que el ecuatoriano, al existir una serie de instrumentos normativos que son aplicados en diferentes niveles, logran una regulación más completa del mercado de valores lo cual deja una mínima posibilidad a la existencia de lagunas legales.

A primera vista la coexistencia del derecho comunitario europeo y el derecho nacional español son mucho más complicados, en relación al derecho ecuatoriano que tiene un sistema de derecho tradicional de único nivel; cuando hablamos de las múltiples Directivas y Reglamentos, de su aplicación directa o de su necesidad de trasposición a norma nacional la desventaja que se observa es que en este último caso, la falta de agilidad del legislador español y su demora en efectuar la trasposición necesaria pueden ocasionar que una práctica de mercado que se venía presentando y que debía ser sancionada con inmediatez se vea detenida por procesos burocráticos.

No obstante, los beneficios son desde nuestro punto de vista mucho mayores, dado que al existir un organismo comunitario que cuenta con una serie de expertos de distintos países es posible una visión más completa, que sobre la base de los conocimientos y el expertis de estas personas logre regular conductas que por falta de experiencia o de sucesos previos no se hubiera previsto en la sola legislación nacional.

Adicionalmente, el desarrollo de diferentes instrumentos jurídicos que van desde leyes hasta circulares y guías técnicas, especialmente en materia de manipulación de mercado y uso de información privilegiada, previenen en todas las formas posibles de las obligaciones y conductas que deben cumplir quienes operan en el mercado. En el caso de Ecuador, existen también oficios circulares y reglamentos que regulan de forma mucho más general, y con menos precisión a la hora de prevenir posibles conductas infractoras que ocasionen algún tipo de abuso de mercado.

II) Supervisión y regulación

En el sistema ecuatoriano existe una única instancia a la cual le corresponde la supervisión de los mercados de valores, a esta misma autoridad le es otorgada la facultad sancionadora, sin la cual desde nuestro punto de vista resulta un tanto inútil el ejercicio de supervisión. Separado de esta competencia la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, se encarga exclusivamente de la regulación.

Esta separación de funciones resulta desde nuestra perspectiva muy acertada, dado que al encargarse estas funciones a organismos diferentes, se previene un posible conflicto de intereses, o mejor dicho o conflicto de interpretación a partir del cual se tergiverse actos o conductas con el fin de forzosamente encajarlas dentro de cierta norma, aduciendo que ésa era en realidad el sentido que se le quería dar a la disposición pero que materialmente no se encuentra reflejado. Por ello, consideramos que brinda una mayor seguridad jurídica la separación de la supervisión y de la regulación del mercado de valores, sobre todo cuando el supervisor, es decir la SCVS tiene facultad sancionadora.

En el caso español, existe un sistema de doble supervisión debido a su pertenencia a la Unión Europea que teóricamente combina en un organismo superior la facultad de supervisión y regulación, la AESMV, sin embargo, en la práctica esta facultad de supervisión no es ni siquiera llevada a ejecución y aunque se la ejerciera carece de sentido pues no se fortalece a través del poder coercitivo.

La segunda instancia de supervisión, la CNMV, si cuenta con la facultad sancionadora por lo cual su trabajo es mucho más efectivo, y esto se refuerza ya que cuenta con una organización interna que garantiza un modelo de supervisión confiable y transparente.

III) Procedimiento administrativo sancionador

Ambos procedimientos administrativos sancionadores se encuentran regulados en una ley de carácter administrativo general, la cual establece los principios que lo rigen y otras especificidades que suplen los vacíos que puedan encontrarse en los articulados que regulen el procedimiento sancionador en el mercado de valores.

Desde nuestro análisis las fases procedimentales en cada uno de ellos son bastante similares, sin embargo el procedimiento español alarga un poco más los tiempos cuando contempla la posibilidad de solicitar informes como por ejemplo al BdE cuando se trata de entidades de crédito, distinción que en Ecuador pasa desapercibida.

Otro de las diferencias más importantes es la falta de protección al denunciante, mientras en España un procedimiento administrativo sancionador puede originarse a partir de una denuncia anónima, en Ecuador este ejercicio de colaboración del público es desmotivado cuando se exige en primer lugar exponer la identidad del denunciante y más todavía cuando se le requiere que incluso intervenga en el reconocimiento de rúbrica.

La ventaja que otorga el anonimato para el denunciante es evidente cuando en casos en que la persona labore dentro de la entidad infractora, y no quiera perder su trabajo a causa de poner en conocimiento a la autoridad la conducta ilícita goza de esta protección. Con lo cual logra que a pesar de estar cumpliendo con una alerta al organismo supervisor, no se vea afectado de manera personal su relación laboral. En este aspecto, Ecuador parece dar prioridad al cumplimiento de un trámite que al verdadero objetivo de la regulación, que es la protección del mercado y del inversor.

▪ En relación al Credible Deterrence

España cumple con todos los factores que IOSCO propone para disuadir el comportamiento antijurídico en el mercado de valores, y lo hace muy bien dada su posición, que al ser un mercado donde se realizan transacciones de grandes proporciones y donde operan entidades millonarias, es necesario poseer un sistema jurídico sólido y bien desarrollado.

La CNMV ha logrado transformar al mercado de valores, desde su constitución ha sido muy activa y realiza un trabajo arduo de supervisión bajo los parámetros establecidos en la legislación nacional y en la legislación comunitaria que, cabe recalcar están muy bien armonizadas y constituyen un marco normativo muy completo, que no deja espacio a vacíos legales.

En Ecuador vemos que los factores indicados por IOSCO sí se cumplen pero no en su totalidad. Este país ha experimentado un gran avance en materia de regulación del mercado de valores en los últimos años, aspecto que no hemos resaltado anteriormente pero, revisando legislación de hace un par de años atrás, se ha visto que ni siquiera se contaba con un procedimiento administrativo sancionador con todas las etapas como sí existe actualmente.

A pesar de estos avances, sí que es verdad que el Ecuador aún está en camino a lograr un derecho administrativo sancionador eficiente y esto lo hemos evidenciado a través del análisis del Credible Deterrence: hace falta reforzar los mecanismos a través de los cuales la Superintendencia puede recibir alertas oportunas sobre el presunto cometimiento de una infracción administrativa y de esta forma pueda actuar de manera inmediata, también es importante crear lazos con los supervisores de países vecinos para que así los posibles infractores se vean disuadidos de cometer actos ilícitos en otras jurisdicciones y finalmente consideramos que lo más importante es tener una normativa clara que brinde seguridad jurídica a todos quienes participan en el mercado.

ÍNDICES

A) ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO

- AF El asesor Financiero. *Aprobado el RD que traspone MiFID II con un aumento de las sanciones hasta los 5 millones* [en línea] disponible en <https://elasesorfinanciero.com/aprobado-rd-traspone-mifid-ii-aumento-las-sanciones-los-5-millones/> [consulta: 20 marzo 2018].
- Andrade, S. (2006). *Los títulos valor en el Derecho ecuatoriano*. Quito – Ecuador: Fondo Editorial Andrade & Asociados.
- Baena N. (2002) *La regulación del abuso de mercado en Europa y Estados Unidos*. Dirección de Estudios Comisión Nacional del Mercado de Valores Monografías no 1. 2002.
- Barrachina E. *Derecho del Mercado de Valores*. Editor Grupo Difusión, Madrid.
- Barrachina, E. (2011). *Derecho del Mercado de Valores*. 2nd ed. Madrid: Difusión Jurídica
- Cabanellas G. *Diccionario Enciclopédico de Derecho Usual*, tomo III, D.E, 21ª Edición. Buenos Aires- República Argentina: Editorial Heliasta S.R.L.
- Cano, T. (2001). Non bis in íde, prevalencia de la vía penal y teoría de los concursos en el derecho administrativo sancionador. *Revista de Administración Pública*, No. 156, (191-250)
- Carro, D. y Veloso, P. (2010) *Mercado Alternativo Bursátil una alternativa de financiación para empresas innovadoras en expansión* [en línea]. Oleiros: Gesbiblo, S.L. [consulta: 24 febrero 2018]
- Cartaya C. (2007) *Acuerdo de Iniciación de un Procedimiento Sancionador sin Determinar la Sanción*. Melián abogados [en línea] disponible en <https://mymabogados.com/procedimiento-sancionador.html> [consulta: 21 marzo 2018].
- Córdoba Padilla M., (2015) *Mercado de Valores*. 1ra Edición. Bogotá: Ecoe ediciones.
- Darnaculleta, M. (s.f), *Autoregulación y Derecho público: la autorregulación regulada*. España. Universitat de Girona
- De Ahumada, J. (2001). *Materiales para el Estudio del Derecho Administrativo Económico*. Madrid: Dykinson.
- Derecho.com (2018) *Libre competencia* [en línea] disponible en: <https://www.derecho.com/c/Libre_competencia> [consulta: 27 febrero 2018].
- El Telégrafo (2017) *El negocio bursátil solo creció 3% en 23 años en el país* [en línea] disponible en <<https://www.itelegrafo.com.ec/noticias/economia/8/el-negocio-bursatil-solo-crecio-3-en-23-anos-en-el-pais>> [consulta: 26 febrero 2018].
- Escudero, M. (2002). *Análisis sectorial del mercado de valores*. Coruña: Netbio

- Gil, C., González, J., Villanueva, M.(2011). *Desarrollos recientes en la microestructura de los mercados secundarios de acciones* [en línea] disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/DT50_web.pdf [consulta 18 abril 2018]
- GPC. *Principio de Jerarquía normativa*. Oposición Policía Nacional. Temario y test gratis [en línea] disponible en <http://temario-oposiciones-policia-nacional.blogspot.com.es/2016/04/oposicion-temario-policia-nacional-el-principio-de-jerarquia-normativa.html> [consulta: 20 marzo 2018].
- Hernández B., (2000) *Bolsa y estadística bursátil*. España: Ediciones Díaz de Santos S.A.
- Huerta E., (2016) Es sana la libre competencia bursátil: Manuel Somoza. *El Economista* [en línea]. Disponible en: <https://www.economista.com.mx/mercados/Es-sana-la-libre-competencia-bursatil-Manuel-Somoza-20160523-0142.html> [consulta: 27 febrero 2018].
- Instituto Ecuatoriano de Gobernanza Corporativa (2018) *Introducción* [en línea] disponible en: http://www.iegc.ec/index.php?option=com_content&view=article&id=46&Itemid=53 [consulta: 27 febrero 2018].
- J.C. Fernández de Aguirre “Las medidas cautelares en el procedimiento administrativo. Especial referencia a la suspensión en vía administrativa”, *Valoración de la Ley 30/1992 tras cinco años de vigencia, Consejo General del Poder Judicial, Madrid, 1977*.
- Jiménez. *Derecho Derivado de la Unión Europea* [en línea] disponible en <http://leyderecho.org/derecho-derivado-de-la-union-europea/> [consulta: 17 marzo 2018].
- Larreátegui F., (2014). *Aplicación eficaz de la normativa que tipifica y sanciona el abuso de la información privilegiada en el mercado de valores ecuatoriano*. Tesis previa a la obtención del Título de Abogado. Carrera de Derecho. Quito: UCE.
- López Barja, J. (2004). *El principio de non bis in ídem*. Madrid: Dykinson (14)
- López, J. (1988). *El principio general de proporcionalidad en el Derecho Administrativo*. Sevilla: Editorial Universidad de Sevilla.
- Marina Jalvo Belén (2007). *Medidas provisionales en la actividad administrativa*. Editorial LEx Nova. España.
- Marina Jalvo, B. (2006) *El Régimen Disciplinario de los funcionarios públicos*. España. Lex Nova
- Maroto, O., Cáceres, R., Jordán, L., Rodríguez, A. (2007). Estacionalidad en la Rentabilidad y Volatilidad de los Títulos que Cotizan en el LATIBEX. *Revista de Administración, Finanzas y Economía* [en línea], (1), 84-95. Disponible en Biblioteca Digital Alejandría <http://alejandria.ccm.itesm.mx/egap/documentos/2007V1A6Maroto.pdf> [consulta: 24 febrero 2018].
- Méndez, S., (2015) Mercado de Valores ecuatoriano, sus limitantes de desarrollo en el 2015. *Economía* [en línea] disponible en

<file:///Users/pamelaocana/Downloads/117-1-554-1-10-20160728%20(3).pdf>
[consulta: 26 febrero 2018].

- Millán, F. (2011). *Los sistemas y plataformas de negociación en España. Tipos de operaciones y órdenes* [en línea] disponible en <http://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2015/01/1FcoMillan.pdf> [consultado 28 febrero 2018].
- Ministerio de Asuntos Exteriores y de Cooperación. *España y la Unión Europea* [en línea] disponible en <http://www.exteriores.gob.es/Portal/es/PoliticaExteriorCooperacion/UnionEuropea/Paginas/EspUE.aspx> [consulta: 15 marzo 2018].
- Moreno, B. (2006). *La Bolsa de Madrid: historia de una mercado de valores europeo*. Santander: Servicio de Publicaciones de la Universidad de Cantabria.
- Mundaca H. (2012) “Corpus Iuris Regionis.Revista Jurídica Regional y Subregional Andina 12.
- Nieto. A. (1993) *Derecho Administrativo sancionador*. España. Editorial Tecnos. (297)
- Ocaña Hinojosa, P. (2016). Principio de proporcionalidad en las sanciones de contratista incumplido y adjudicatario fallido de la Contratación Pública Ecuatoriana. Proyecto de Investigación previo a la obtención del Título de Abogada. Carrera de Derecho. Quito: UCE.
- Ogus, A (1995) “Rethinking Self-Regulation”, *Oxford Journal of Legal Studies*.
- Redacción BBC Mundo. *Medio Siglo de la Unión Europea* [en línea] disponible en http://news.bbc.co.uk/hi/spanish/international/newsid_6462000/6462807.stm [consulta: 15 marzo 2018].
- Rodríguez, M. (2016). La supervisión de los mercados de valores en España. El papel de la Comisión Nacional de Mercado de Valores como órgano de control. *Revista Española de Control Externo* [en línea], (18), 13-31. Disponible en <http://www.tcu.es/export/sites/default/.content/PdfAbsys/52Rodriguez-HerrerSupervisionCNMV.pdf> [consulta 25 febrero 2018].
- Rosillo, V. (2017). Principio de non bis in ídem en el Código Orgánico Integral Penal [en línea] disponible en <http://poderdelderecho.com/principio-non-bis-in-idem-en-el-codigo-organico-integral-penal/> [consulta: 28 abril 2018]
- Tapia, A. (2003) *Manual del Derecho del Mercado de Valores*. 2nd ed. Barcelona: Cálamo, Producciones Editoriales, S.L.U.
- Tapia, A. (2015). *Manual de Derecho de Mercado Financiero*. Madrid: Iustel
- Unión Europea. (s.f.). *Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM)* [en línea] disponible en https://europa.eu/european-union/about-eu/agencies/esma_es [consulta: 28 febrero 2018].
- Unión Europea. *Cómo se toman las decisiones en la UE* [en línea] disponible en https://europa.eu/european-union/eu-law/decision-making/procedures_es [consulta: 20 marzo 2018].
- Unión Europea. *Todos los países de la UE* [en línea] disponible en https://europa.eu/european-union/about-eu/countries/member-countries_es [consulta: 15 marzo 2018].
- Uría, F. (2007). *Régimen jurídico de los mercados de valores y las instituciones de inversión colectiva*. Madrid: La Ley.

- Uvirtual. Net Campus Libre de Universitas NC (2018) *Mercado Democrático* [en línea] disponible en: <<http://www.uvirtual.net/es/node/431>> [consulta: 26 febrero 2018].
- Vid. Assmann, H.-D., «§ 15 WpHG», en Assmann/Schneider(Hrsg.), *WpHG*, 6.a ed., Köln [Verlag Dr.Otto Schmidt], 2012
- Wong, S., (2017) Ecuador cae seis puestos en ranking mundial de competitividad. *Gestión Digital* [en línea]. Disponible en: <<http://www.revistagestion.ec/investigacion-analisis/ecuador-cae-seis-puestos-en-ranking-mundial-de-competitividad>> [consulta: 25 febrero 2018].
- Zunzunegui. F. (1997). *Derecho del Mercado Financiero*. Madrid: Marcial Pons.

B) ÍNDICE NORMATIVO

b.1 España

- España. Cortes Generales. Constitución Española. Boletín Oficial del Estado, 29 de diciembre de 1978, (311)
- España. Real Decreto 1333/2005, de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. *Boletín Oficial del Estado*, 23 de noviembre de 2005 (280).
- España. Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público. Boletín Oficial del Estado 1 de octubre de 2015.
- Europa. Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros, por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo
- Unión Europea. Reglamento No. 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (Reglamento sobre abuso de mercado) y por el que se derogan la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, y las Directivas 2003/124/CE, 2003/125/CE y 2004/72/CE de la Comisión
- España. Jefatura del Estado. Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. Revisión vigente desde 28 de octubre de 2015. *Boletín Oficial del Estado*, 24 de noviembre de 1995.
- España. Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. Boletín Oficial del Estado, 3 de julio de 2010. (161).
- España. Real Decreto-ley 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores. *Boletín Oficial del Estado*, 13 de noviembre del 2015.
- España. Real Decreto 2119/1993, de 3 diciembre, sobre el procedimiento sancionador aplicable a los sujetos que actúan en los mercados financieros. *Boletín Oficial del Estado*, 23 de diciembre de 1993.

- ESMA (2016). *Directrices para la evaluación de los conocimientos y competencias*. [en línea] disponible en https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015-1886_es.pdf [consulta: 20 abril 2018]

b.2 Ecuador

- Comunidad Andina. Decisión 624 Creación del Comité Andino de Autoridades Reguladoras del Mercado de Valores. 18 de julio de 2005.
- Consejo de Transparencia y Buen Gobierno, Resolución num. 44-R/2017 de 25 de abril, JUR\2017\212493
- Ecuador. Asamblea Constituyente. Constitución de la República del Ecuador. Registro Oficial, 20 de octubre de 2008.
- Ecuador. Asamblea Nacional. Código Orgánico Administrativo. Registro Oficial, 07 de julio de 2017.
- Ecuador. Asamblea Nacional. *Código Orgánico Integral Penal*. Registro Oficial, 10 de febrero de 2014.
- Ecuador. Asamblea Nacional. *Código Orgánico Integral Penal*. Registro Oficial, 10 de febrero de 2014, (180).
- Ecuador. *Código Orgánico Monetario y Financiero Libro II Ley Mercado Valores*. Registro Oficial Suplemento 215 de 22 de febrero 2006.
- Ecuador. Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Resolución No. 246-2016-V. Autorregulación para las Bolsas de Valores y Asociaciones Gremiales.
- Ecuador. Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera. Resolución No. 385-2017.A. Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros. Registro Oficial de 26 de junio 2007.
- Ecuador. Ley del Mercado de Valores. Registro Oficial, 22 de febrero de 2006.
- Ecuador. Superintendencia de Compañías. Reglamento para Impugnación de Resolución de Superintendencia de Compañías. Registro Oficial, de 2 de mayo de 2012. Última modificación el 5 de abril de 2016

b.3 Documentos institucionales

- BdE. (2015). *Memoria de la Supervisión Bancaria en España* [en línea] disponible en https://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaSupervisionBancaria/15/Cap_1.pdf [consulta: 23 abril 2018].
- BME. (s.f.). *SENAF* [en línea] disponible en <http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeSENAF.aspx> [consulta: 18 abril 2018]

- Bolsa de Madrid (2018). *Estructura del Mercado de Valores* [en línea] disponible en <http://www.bolsamadrid.es/esp/Inversores/MercadoEsp.aspx>
- Bolsa de Quito (2018) *Historia institucional* [en línea] disponible en: <http://www.bolsadequito.info/inicio/quienes-somos/timeline/> [consulta: 01 marzo 2018].
- Bolsas y Mercados (s.f.) *El concepto de MaB* [en línea] disponible en https://www.bolsasymercados.es/mab/esp/MaB/MAB_QueEs.aspx#ss_concepto
- Buen Gobierno Corporativo (2011) *Memorias del Programa de Buen Gobierno Corporativo* [en línea] Bolsa de Valores de Quito y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) disponible en: <http://www.iegce.com/publicaciones/MemoriasGobierno.pdf> [consulta: 27 febrero 2018].
- CNMV. (2008). *Qué debe saber de sus derechos como inversor* [en línea] disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_mifid.pdf [consulta: 01 marzo 2018].
- CNMV. (2013). *Criterios que la Comisión Nacional del Mercado de Valores recomienda sean observados por los emisores de valores y los intermediarios financieros que actúen por cuenta de los emisores de valores en su operativa discrecional de autocartera* [en línea] disponible en https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/criteriosautocartera130718esp.pdf [consulta 1 marzo 2018]
- CNMV. (2016). *Procedimiento para la formulación de requerimientos y solicitud de datos e informes a las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores* (P02) de 20 de septiembre de 2016.
- CNMV. (2016). *Procedimientos sobre la supervisión e inspección de las personas y entidades que intervienen en los mercados de valores* (P01) del 20 de septiembre de 2016.
- CNMV. (2017). *Comunicación de posibles infracciones en el ámbito de los mercados de valores* [en línea] disponible en <https://www.cnmv.es/portal/whistleblowing/presentacion.aspx>
- CNMV. (2018). *Boletín Internacional* [en línea] disponible en http://www.boletininternacionalcnmv.es/ficha.php?menu_id=0&jera_id=0&cont_id=562 [consulta: 20 abril 2018]
- CNMV. (s.f.) *Estructura Organizativa* [en línea] disponible en https://www.cnmv.es/portal/GPage.aspx?id=Organigrama_AA [consulta: 01 marzo 2018].
- CNMV. *Guías-Recomendaciones de ESMA/EBA* [en línea] disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Gpage.aspx?id=LegESMA> [consulta: 20 abril 2018]
- IOSCO. (Junio 2015). *Credible Deterrence In The Enforcement Of Securities Regulation* [en línea] disponible en <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD490.pdf> [consulta: 28 abril 2018].
- European Justice. *Derecho de la UE* [en línea] disponible en https://e-justice.europa.eu/content_eu_law-3-es.do [consulta: 17 marzo 2018].

- Junta de Regulación Monetaria y Financiera (2016). *Normas aplicables al Registro Especial Bursátil*. Resolución No. 210-2016- V [en línea] disponible en <<https://www.bolsadevaloresguayaquil.com/resoluciones/Resolucion210v.pdf>> [consulta: 26 febrero 2018].
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (s.f.) *Funciones y atribuciones en el ámbito del mercado de valores* [en línea] disponible en <<https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/SuperintendenciaCompa%C3%B1asValoresSeguros/FuncionesAtribuciones>> [consulta: 27 febrero 2018].
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2018) *Historia del mercado de valores ecuatoriano* [en línea] disponible en: <<https://portal.supercias.gob.ec/wps/portal/Inicio/Inicio/MercadoValores/Informacion/Historia>> [consulta: 25 febrero 2018].

C) ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1. Sistemas y plataformas de negociación en España.....	9
Gráfico 2. Estructura de la CNMV	12
Gráfico 3. Tipología de ESIs	23
Gráfico 4. Actuaciones de las ESIs frente a posibles inversores	26
Gráfico 5. Estructura del Mercado de Valores Ecuatoriano	34
Gráfico 6. Clasificación de los mercados de valores	35
Gráfico 7. Estructura de la Superintendencia	43
Gráfico 8. Niveles del proceso Lamfalussy	62
Gráfico 9. Jerarquía normativa en España	64
Gráfico 10. Sujetos a supervisión de la CNMV	67
Gráfico 11. Resumen del procedimiento sancionador español.....	86
Gráfico 12. Pirámide normativa ecuatoriana	89
Gráfico 13. Procedimiento administrativo sancionador de Ecuador	105
Gráfico 14. Procedimiento Sancionador en la Autorregulación	107

D) ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Infracciones en la legislación española.....	68
Tabla 2. Sanciones tipificadas en la legislación española	73
Tabla 3. Infracciones tipificadas en la LMVE	92
Tabla 4. Sanciones a personas jurídicas.....	95
Tabla 5. Sanciones a administradores y directivos	95
Tabla 6. Criterios para la gradación de sanciones	97
Tabla 7. Multas por infracciones en personas jurídicas.....	117
Tabla 8. Delitos y Penas	120
Tabla 9. Medidas disciplinarias vs. sanciones	129