

Universidad de Costa Rica

Facultad de Derecho

Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho

**“La necesidad de regular a los asesores de inversión
independientes”**

**Andrea Jiménez Vargas
B43656**

**Andrea Rojas Jiménez
B46093**

Ciudad Universitaria Rodrigo Facio

2020



09 de noviembre de 2020
FD-2349-2020

Dr. Alfredo Chirino Sánchez
Decano
Facultad de Derecho

Estimado señor:

Para los efectos reglamentarios correspondientes, le informo que el Trabajo Final de Graduación (categoría Tesis), de las estudiantes: Andrea Jiménez Vargas, carné B43656 y Andrea Rojas Jiménez, carné B46083 denominado: "La necesidad de regular a los asesores de inversión independientes" fue aprobado por el Comité Asesor, para que sea sometido a su defensa final. Asimismo, el suscrito ha revisado los requisitos de forma y orientación exigidos por esta Área y lo apruebo en el mismo sentido.

Igualmente, le presento a los (as) miembros (as) del Tribunal Examinador de la presente Tesis, quienes firmaron acuso de la tesis (firma y fecha) de conformidad con el Art. 36 de RTFG que indica: **"EL O LA ESTUDIANTE DEBERÁ ENTREGAR A CADA UNO DE LOS (AS) MIEMBROS (AS) DEL TRIBUNAL UN BORRADOR FINAL DE SU TESIS, CON NO MENOS DE 8 DÍAS HÁBILES DE ANTICIPACIÓN A LA FECHA DE PRESENTACIÓN PÚBLICA"**.

Tribunal Examinador

Informante		FIRMA	FECHA
Presidente	Msc. María Emilia Chacón González		
Secretario	Lic. Carlos Manuel Estrada Navas		
Miembro	Lic. Juan Carlos Montero Villalobos		
Miembro	MSc. Luis González Aguilar		
Miembro	MSc. Ricardo Hernández López		

Por último, le informo que la defensa de la tesis es el **24 de noviembre del 2020**, a las 6:00 p.m. de manera virtual.

Atentamente,

Ricardo Salas Porras
Director, Área Investigación

RSP/lcv
Cc: arch. Expediente





09 de noviembre de 2020
FD-2349-2020

Dr. Alfredo Chirino Sánchez
Decano
Facultad de Derecho

Estimado señor:

Para los efectos reglamentarios correspondientes, le informo que el Trabajo Final de Graduación (categoría Tesis), de las estudiantes: Andrea Jiménez Vargas, carné B43656 y Andrea Rojas Jiménez, carné B46083 denominado: “La necesidad de regular a los asesores de inversión independientes” fue aprobado por el Comité Asesor; para que sea sometido a su defensa final. Asimismo, el suscrito ha revisado los requisitos de forma y orientación exigidos por esta Área y lo apruebo en el mismo sentido.

Igualmente, le presento a los (as) miembros (as) del Tribunal Examinador de la presente Tesis, quienes firmaron acuso de la tesis (firma y fecha) de conformidad con el Art. 36 de RTFG que indica: **“EL O LA ESTUDIANTE DEBERÁ ENTREGAR A CADA UNO DE LOS (AS) MIEMBROS (AS) DEL TRIBUNAL UN BORRADOR FINAL DE SU TESIS, CON NO MENOS DE 8 DÍAS HÁBILES DE ANTICIPACIÓN A LA FECHA DE PRESENTACIÓN PÚBLICA”**.

Tribunal Examinador

Informante	Msc. María Emilia Chacón González
Presidente	Lic. Carlos Manuel Estrada Navas
Secretario	Lic. Juan Carlos Montero Villalobos
Miembro	MSc. Luis González Aguilar
Miembro	MSc. Ricardo Hernández López

Por último, le informo que la defensa de la tesis es el **24 de noviembre del 2020**, a las 6:00 p.m. de manera virtual.

Atentamente,

Ricardo Salas Porras
Director, Área Investigación

RSP/lcv
Cc: arch. Expediente



Nuestra
salud mental
importa

San José, 02 de noviembre de 2020

Doctor
Ricardo Salas Porras
Director del Área de Investigación
Facultad de Derecho
Universidad de Costa Rica

Asunto: Aprobación de Tesis de Licenciatura de las estudiantes Andrea Jiménez Vargas y Andrea Rojas Jiménez.

Estimado señor Ricardo Salas:

En mi condición de Directora de tesis del trabajo final de graduación de las estudiantes egresadas **ANDREA JIMÉNEZ VARGAS**, carné universitario B43656, y **ANDREA ROJAS JIMÉNEZ**, carné universitario B46083, titulado **“LA NECESIDAD DE REGULAR A LOS ASESORES DE INVERSIÓN INDEPENDIENTES”**.

Esta investigación busca analizar por medio de la doctrina, jurisprudencia y regulación de otros países, la importancia de aprobar una ley que supervise a los asesores de inversión que actualmente no se encuentran regulados en el mercado de valores costarricense. El trabajo propuesto resulta actual, práctico y novedoso, y aporta puntos de vistas interesantes en el área de la intermediación de valores. El trabajo cumple satisfactoriamente con cada uno de los objetivos planteados.

Por lo anterior, me complace extender la presente carta de aprobación, a fin de que se proceda a la defensa de la tesis en la fecha y hora que se sirva fijar.

Saludos cordiales,



MSc. María Emilia Chacón González
Directora

San José, 04 de noviembre de 2020

Doctor
Ricardo Salas Porras
Director del Área de Investigación
Facultad de Derecho
Universidad de Costa Rica

Asunto: Aprobación de Tesis de Licenciatura de las estudiantes Andrea Jiménez Vargas y Andrea Rojas Jiménez.

Estimado señor Ricardo Salas:

Por este medio, en mi calidad de profesor lector y miembro del Comité Asesor respectivo, he revisado el Trabajo Final de Graduación titulado: *“La necesidad de regular a los asesores de inversión independientes”*, elaborado por las estudiantes Andrea Jiménez Vargas, carné universitario B43656, y Andrea Rojas Jiménez, carné universitario B46083.

El trabajo presentado está bien estructurado, con fundamento en una investigación importante y suficiente, tanto de derecho comparado, como en el abordaje regulatorio y jurisprudencial que da fundamento sus argumentos. Lo anterior a su vez, lleva a que sus conclusiones y recomendaciones sean bien expuestas y argumentadas.

Por todo lo anterior, con complacencia manifiesto que considero que la tesis presentada cumple satisfactoriamente con los requisitos de forma y fondo establecidos por la Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica para este tipo de investigaciones, por lo cual otorgo mi aprobación para que la misma avance a la fase de defensa pública ante el Tribunal Examinador en la fecha y hora que se sirva fijar.

Atentamente,



Msc. Luis González Aguilar
Lector

San José, 02 de noviembre de 2020

Doctor
Ricardo Salas Porras
Director del Área de Investigación
Facultad de Derecho
Universidad de Costa Rica

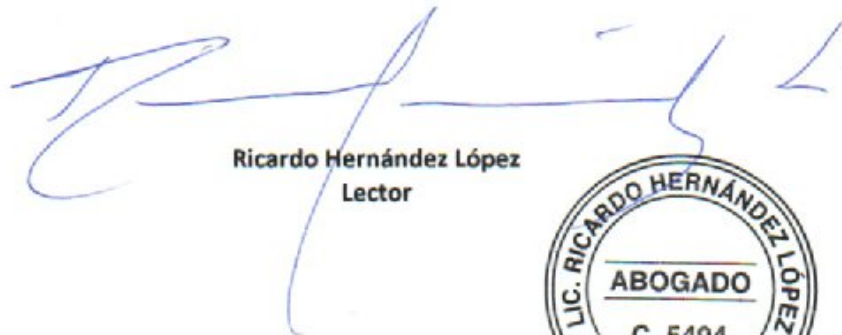
Asunto: Aprobación de Tesis de Licenciatura de las estudiantes Andrea Jiménez Vargas y Andrea Rojas Jiménez

Estimado señor Ricardo Salas:

Por este medio, en mi calidad de profesor lector y miembro del Comité Asesor respectivo, le comunico que he revisado el Trabajo Final de Graduación titulado: *"La necesidad de regular a los asesores de inversión independientes"*, elaborado por las estudiantes Andrea Jiménez Vargas, carné universitario B43656, y Andrea Rojas Jiménez, carné universitario B46083.

El trabajo cumple satisfactoriamente con los requisitos de forma y fondo establecidos por la Facultad de Derecho de la Universidad de Costa Rica para este tipo de investigaciones, por lo cual otorgo mi aprobación para que la misma avance a la fase de defensa pública ante el Tribunal Examinador en la fecha y hora que se sirva fijar.

Atentamente,



Ricardo Hernández López
Lector





M. L. Vilma Isabel Sánchez Castro
Bachiller y Licenciada en Filología Española. U. C. R.



A QUIEN INTERESE

Yo, Vilma Isabel Sánchez Castro, Máster en Literatura Latinoamericana, Bachiller y Licenciada en Filología Española, de la Universidad de Costa Rica; con cédula de identidad 6-054-080; inscrita en el Colegio de Licenciados y Profesores, con el carné N° 003671, hago constar que he revisado el documento aprobado por el tutor y los lectores. Y he corregido en él los errores encontrados en ortografía, redacción, gramática y sintaxis. El cual se intitula:

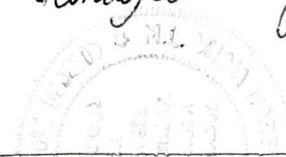
LA NECESIDAD DE REGULAR A LOS ASESORES DE INVERSIÓN INDEPENDIENTES

ANDREA JIMÉNEZ VARGAS
ANDREA ROJAS JIMÉNEZ

LICENCIATURA EN DERECHO
FACULTAD DE DERECHO

UNIVERSIDAD DE COSTA RICA

Se extiende la presente certificación a solicitud de las interesadas en la ciudad de San José a los dos días del mes de noviembre de dos mil veinte. La filóloga no se hace responsable de los cambios que se le introduzcan al trabajo posterior a su revisión.



Teléfonos 2227-8513. Cel 8994-76-93 Apartado 563-1011 Y Griega
Correo electrónico: vilma_sanchez@hotmail.com-info@chavesysanchezfilologos
Página Web: *Chaves y Sanchez filólogos*
Waze Chaves y Sánchez filólogos

Agradecimientos

A la profesora, María Emilia Chacón González, por su guía y apoyo durante toda la investigación.

A los profesores, Ricardo Hernández López y Luis González Aguilar, por su colaboración en la lectura y revisión de esta investigación.

A nuestra familia, por su apoyo incondicional, paciencia y amor.

A cada una de las personas que influyeron y compartieron con nosotras durante estos años.

Índice general

Contenido

Agradecimientos	i
Tabla de abreviaturas.....	iv
Resumen	v
Ficha bibliográfica	vii
Introducción	1
Capítulo Primero: El mercado de valores en Costa Rica	6
A. Generalidades del mercado de valores	6
A.1 Definición del mercado de valores.	6
A.2 Regulación del mercado de valores.....	8
A.3 Principios y funcionamiento del mercado de valores.....	12
A.4 Participantes en el mercado de valores costarricense.....	14
B. La intermediación de valores	26
B.1 Generalidades de la intermediación de valores.....	26
B.2 Sujetos de la intermediación de valores.....	29
B.3 Asesoría de inversión en Costa Rica	36
Capítulo Segundo: ¿Se puede regular la figura del asesor de inversión independiente con la legislación actual?	48
A. Generalidades de la potestad reglamentaria.....	48
A.1 Reglamentos.....	50
B. Potestad reglamentaria del CONASSIF.....	55
B.1 Criterio de la Sala Constitucional, sentencia número 17599-2006, de las 15 horas del 6 de diciembre del 2006.....	57
B.2 Criterio de la Sala Primera, sentencia 1000-2010, de las 9 horas 35 minutos del 26 de agosto 2010.....	64
C. Posibilidad de regular la figura del asesor de inversión independiente por vía reglamentaria.....	70
C.1 Regulación de los asesores de inversión independientes por medio de reglamento autónomo o reglamento derivado de habilitación legal expresa.	70
C.2 Principios de reserva de ley, de legalidad y sancionatorio	74
Capítulo tercero: Análisis de la asesoría de inversión y del asesor de inversión independiente en el derecho comparado y propuesta de regulación en Costa Rica	87

Sección uno: La asesoría de inversión independiente en el derecho comparado.....	87
A. México	88
B. España.....	101
C. Colombia.....	116
D. Estados Unidos.....	129
Sección Segunda: Propuesta de regulación de los asesores de inversión independientes en Costa Rica.	146
A. Definición de asesoría de inversión.....	148
B. Definición de la figura del asesor de inversión independiente	148
C. Requisitos para ser asesores de inversión independientes.	149
D. Obligaciones para los asesores de inversión independientes	153
E. Sanciones y régimen de responsabilidad de los asesores de inversión independiente	157
Conclusiones	160
Bibliografía	167

Tabla de abreviaturas

BNV:	Bolsa Nacional de Valores
LOBCR:	Ley orgánica del Banco Central de Costa Rica
BCCR:	Banco Central de Costa Rica
SUGEF:	Superintendencia General Financiera
CNV:	Comisión Nacional de Valores
LRMV:	Ley reguladora del mercado de valores
SUGEVAL:	Superintendencia General de Valores
CONASSIF:	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
SUPEN:	Superintendencia de pensiones
SUGESE:	Superintendencia General de Seguros
SAFIs:	Sociedades administradoras de fondos de inversión
RNVI:	Registro Nacional de Valores e Intermediarios
RIAC:	Reglamento de Intermediación y Actividades Complementarias y reformas a varios reglamentos
IOSCO:	International Organization of Securities Commissions
LOSBN:	Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional
CNMV:	Comisión Nacional del Mercado de Valores
SFC:	Superintendencia Financiera de Colombia
SEC:	Securities and Exchange Commission
LGAP:	Ley General de la Administración Pública
CNBV:	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
ESI:	Empresas de servicios de inversión
EAFI:	Empresas de Asesoramiento Financiero
SGIIC:	Sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva
SRCP:	Seguro de Responsabilidad Civil Profesional

Resumen

Justificación:

El mercado de valores en Costa Rica y en el mundo en general, en los últimos años ha sufrido grandes cambios. El número y la diversidad de inversionistas ha aumentado considerablemente, al igual que los servicios de intermediación y financieros, los cuales se han vuelto más complejos y sofisticados. Con respecto a los participantes del mercado de valores en Costa Rica, surge una nueva problemática: la falta de control o supervisión sobre los asesores de inversión que no se encuentran regulados, ya que, no forman parte de los intermediarios de valores supervisados por la Superintendencia General de Valores (SUGEVAl), los cuales sí están sujetos a disposiciones legales y reglamentarias.

Debido a este gran crecimiento en nuestro mercado de valores, surge la necesidad de que los inversionistas cuenten con un debido asesoramiento sobre los distintos tipos de mercados, inversiones, riesgos, títulos y bienes, entre otros factores; que influyen directamente en la actividad del sistema financiero. Sin embargo, al no existir regulaciones y sanciones para los asesores de inversión independientes, el inversionista puede ser asesorado por personas no profesionales en la materia, perjudicando sus intereses y finanzas. Asimismo, resulta una competencia desequilibrada con los intermediarios supervisados, ya que, no están sujetos a las mismas condiciones. Ante esta situación en Costa Rica, resulta necesario estudiar y analizar cómo se debe de regular la actividad de asesoría de inversión independiente y plantear los estándares mínimos que debe contemplar su regulación.

Hipótesis:

Es necesaria una reforma legal para regular la actividad de asesoría de inversión independiente, debido a que ni el Consejo Nacional de Supervisión Financiera

(CONASSIF) ni la SUGEVAL, cuentan con las potestades legales para regular, sancionar y fiscalizar esta actividad; lo anterior para garantizar una mayor seguridad jurídica tanto para los inversionistas como para el resto de participantes en el mercado de valores.

Objetivo general:

Definir cómo se debe de regular la actividad de asesoría de inversión independiente en Costa Rica, para solucionar los problemas de seguridad jurídica y protección del inversionista.

Metodología:

Se realizará, para el desarrollo del presente trabajo final de graduación, dos etapas: primeramente, se llevará a cabo un análisis de la actividad de asesoría de inversión, la figura del asesor de inversión independiente, la forma en que se debería de regular dicha figura y el derecho comparado; lo anterior por medio del estudio de doctrina, normativa y jurisprudencia. Posteriormente, se determinará si se cumple con la hipótesis planteada, sea la necesidad de una reforma legal para regular la actividad de asesoría de inversión independiente y se planteará una propuesta de regulación.

Conclusiones:

Dada la importancia de la prestación del servicio de asesoría de inversión en el mercado de valores y las repercusiones negativas que conlleva la no regulación de los asesores de inversión independientes, se debe regular por vía legal esta figura, con una normativa que establezca los requisitos, obligaciones, sanciones y supervisión de dichos sujetos; según los estándares internacionales y las buenas prácticas observadas en el derecho comparado.

Ficha bibliográfica

Jiménez Vargas, Andrea y Rojas Jiménez, Andrea. “La necesidad de regular a los asesores de inversión independientes.”. Tesis para optar por el grado de Licenciatura en Derecho. Facultad de Derecho. Universidad de Costa Rica. San José, Costa Rica. 2020: vii y 180.

Directora: Msc. María Emilia Chacón González.

Palabras claves: Asesoría de inversión. Asesor de inversión independiente. Mercado de valores. Intermediarios de valores. Inversionista. Regulación del mercado de valores. Conflictos de interés. Potestad reglamentaria. Principio de reserva de ley.

Introducción

El Derecho y la Economía son disciplinas que tienen una estrecha vinculación, ambas juegan un rol esencial en nuestra sociedad, ya que, pretenden ordenar y satisfacer las necesidades económicas y sociales de esta. Para comprender mejor la relación entre estas dos disciplinas es preciso conceptualizarlas.

En primer lugar, el Derecho “es un instrumento o herramienta social que, mediante un sistema normativo de carácter coercitivo, busca ordenar y controlar la vida del hombre en sociedad y dotarla de certeza”¹. Por otra parte, la Economía ha sido definida como “el estudio de la manera en que las sociedades utilizan los recursos escasos para producir mercancías valiosas y distribuirlas entre los diferentes individuos.”²

En cuanto a la vinculación entre el Derecho y la Economía, se ha establecido que la actividad económica es un ejemplo de esas actividades sociales que requieren y aspiran a una ordenación y certeza que solamente el Derecho puede brindar. Este último, define el sistema económico que la sociedad decide asumir e implementar. Es por eso que el Derecho se convierte en un instrumento para la normativización de las leyes económicas y del modelo económico imperante, para que este funcione efectivamente y satisfaga las necesidades de la sociedad.³

Es decir, el interés en la regulación y supervisión de los sistemas financieros surge del reconocimiento del papel que el sistema juega en asegurar la estabilidad

¹ Luis González Aguilar, clase magistral, San José, Costa Rica, 18 de marzo, 2017.

² Karina Andriola, *Seminario: La declaración de Estado de Emergencia producto de las crisis económicas internacionales. Los decretos de necesidad y urgencia, su legalidad y conveniencia de cara a la crisis. Efectos económicos de las medidas impositivas en el IVA a nivel nacional* (Argentina: Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales de la Universidad Nacional de la Plata, 2011), 9. consultado 20 de marzo, 2019 http://www.jursoc.unlp.edu.ar/documentos/publicaciones/Declar_Estado_Emerg_crisis_econ_int.pdf

³ Luis González Aguilar.

financiera de corto plazo y el crecimiento de largo plazo de la economía. Desde la perspectiva macroeconómica, la regulación y supervisión de los mercados financieros tiene como propósito promover la estabilidad y el desarrollo del sistema.⁴

Es así como el Derecho, mediante un sistema normativo de carácter coercitivo, controla y ordena los sistemas y mecanismos que permiten garantizar el buen funcionamiento del sistema financiero.

Ahora bien, dado que en los últimos años la globalización y el surgimiento de nuevos productos financieros han provocado grandes cambios en el funcionamiento del mercado de valores, es necesario que la regulación sea actualizada de acuerdo con las necesidades actuales del mercado y sus participantes.

Con respecto a estos últimos, en el caso de Costa Rica, surge la problemática de la falta de regulación de los asesores de inversión independientes, los cuales no forman parte de los intermediarios de valores supervisados por la SUGEVAL y, por ende, no se encuentran sujetos a los requisitos, obligaciones, sanciones y supervisión dispuestos en la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV) y demás reglamentos establecidos para los intermediarios de valores.

Por tanto, en la presente investigación nos enfocaremos en los asesores de inversión, específicamente los asesores de inversión independientes. En la legislación costarricense, la asesoría de inversión se considera un servicio de intermediación de valores; y se encuentra regulada en el Reglamento de Intermediación y Actividades Complementarias y Reformas a varios reglamentos (RIAC). Sin embargo, este Reglamento únicamente regula la asesoría de inversión brindada por los intermediarios de valores regulados; dejando a un lado a los

⁴ Arnoldo Camacho, *El sistema financiero costarricense en los últimos 25 años: Regulación y supervisión* (San José, Costa Rica: Academia de Centroamérica, 2014), 23. Consultado 20 de marzo, 2019 <https://www.academica.or.cr/wp-content/uploads/2017/03/regulacion-y-supervision.pdf>

asesores de inversión independientes (personas físicas y personas jurídicas), los cuales prestan sus servicios fuera de estos intermediarios de valores.

Estos asesores no regulados han incrementado en los últimos años, debido a que el número y diversidad de inversionistas que acceden a los mercados de valores se ha multiplicado, así como al mismo tiempo, han surgido una variedad de servicios de intermediación y financieros más sofisticados.⁵

Esta asesoría no regulada, normalmente, es realizada por personas que trabajaron con puestos de bolsa y que al salir de estas entidades decidieron brindar servicios de asesoría por su cuenta. Sin embargo, al no existir una regulación aplicable a estos, cualquier persona puede brindar esta clase de servicios. Lo cual podría resultar en un perjuicio para los inversionistas, ya que, no hay seguridad jurídica en cuanto a las obligaciones y responsabilidades que tienen estos asesores. Además, se crea una especie de arbitraje regulatorio entre los intermediarios de valores supervisados por la SUGEVAL y los asesores de inversión independientes.⁶

Ante esta problemática, distintos sectores e instituciones, han reconocido la necesidad de encontrar una solución. Sin embargo, actualmente, aún no se ha concretado ninguna. Asimismo, existe la interrogante sobre la forma correcta en la que se debe regular esta actividad, debido a que se plantean dos posibilidades: i) sin necesidad de una reforma legal, mediante Reglamento emitido por el CONASSIF, o ii) mediante reforma legal específica, sustentado en el principio de legalidad y de reserva de ley.

Por lo anterior, se definirá cómo se debe regular la actividad de asesoría de inversión independiente en Costa Rica y para determinarlo se realizará lo siguiente:

⁵ Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, “Reglamento 1259 Reglamento de Intermediación y Actividades Complementarias y reforma varios Reglamentos: 17 de junio de 2016” La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): considerando 8, SINALEVI (consultado 21 de marzo, 2019)

⁶ El Financiero, “Asesores en la mira de la Sugeval” (23 de setiembre 2012). Recuperado de: <https://www.elfinancierocr.com/finanzas/asesores-en-la-mira-de-la-sugeval/QOPYBX4IIJCETPWTPWKEONHPNA/story/>

1. Conceptualizar la actividad de asesoría de inversión, sus características, funcionamiento y su situación actual en Costa Rica, para entender dicha figura.
2. Analizar el tratamiento normativo de la actividad de asesoría de inversión en el derecho comparado y la protección al inversionista; con el fin de obtener posibles modelos aplicables a la normativa costarricense.
3. Determinar las reformas legales o normativas necesarias para regular de manera efectiva la actividad de asesoría de inversión en Costa Rica y lograr la protección al inversionista.

La hipótesis que se analizará es si resulta necesaria una reforma legal para regular la actividad de asesoría de inversión independiente, debido a que ni el CONASSIF ni la SUGEVAL cuentan con las potestades legales para regular, sancionar y fiscalizar esta actividad; lo anterior para garantizar una mayor seguridad jurídica tanto para los inversionistas como para el resto de participantes en el mercado de valores.

Por lo tanto, para alcanzar el objetivo general y específicos planteados, el presente trabajo final de graduación, se realizará en dos etapas: primeramente, se llevará a cabo un análisis de la actividad de asesoría de inversión, la figura del asesor de inversión independiente, la forma en que se debería de regular dicha figura y el derecho comparado; lo anterior, por medio del estudio de doctrina, normativa y jurisprudencia.

Posteriormente, se determinará si se cumple con la hipótesis planteada, sea la necesidad de una reforma legal para regular la actividad de asesoría de inversión independiente y se planteará una propuesta de regulación.

Finalmente, para cumplir con los objetivos, la estructura del trabajo será la siguiente:

Un primer capítulo en el que se desarrollarán las generalidades del mercado de valores costarricense, así como los participantes más relevantes para la presente investigación, sean la bolsa de valores, los intermediarios de valores, los

inversionistas, los emisores de valores y la SUGEVAL. Asimismo, se abordará la actividad de intermediación de valores, dándole especial énfasis a la asesoría de inversión, estudiando sus requisitos, obligaciones, sanciones, régimen de responsabilidad y la importancia de establecer una regulación de los asesores de inversión independiente.

En el segundo capítulo se determinará si se puede regular la figura del asesor de inversión independiente con la legislación actual, es decir, se analizará si la potestad reglamentaria del CONASSIF y de la SUGEVAL es suficiente, o si resulta necesario una reforma legal, para lo cual se estudiarán los tipos de reglamentos, la potestad reglamentaria del CONASSIF a la luz de la doctrina y jurisprudencia costarricense y los principios de reserva de ley, de legalidad y sancionatorio.

El último capítulo, se dividirá en dos secciones. En la primera sección se estudiará la legislación de México, Colombia, España y Estados Unidos con respecto a la actividad de asesoría de inversión y los asesores de inversión independiente; analizando específicamente aspectos como su definición, requisitos, obligaciones, sanciones y régimen de responsabilidad. En la segunda sección, se planteará una propuesta de regulación de los asesores de inversión independientes según los principios de la International Organization of Securities Commissions (IOSCO) y el estudio de derecho comparado realizado en la sección anterior.

Capítulo Primero: El mercado de valores en Costa Rica

Se desarrollará algunas generalidades del mercado de valores costarricense, en el presente capítulo, tales como su definición, regulación, principios y funcionamiento, así como los participantes más relevantes para la investigación. Asimismo, nos enfocaremos en la intermediación de valores, estableciendo sus generalidades, sujetos y, como tema central, la asesoría de inversión.

A. Generalidades del mercado de valores

A.1 Definición del mercado de valores.

El sistema financiero es el “conjunto de instituciones y participantes que generan, captan, administran y dirigen en el ahorro”⁷. Uno de sus principales componentes es el mercado de valores, el cual pone en contacto a los oferentes de valores (emisores) y a los demandantes de valores (inversionistas).⁸

De acuerdo con Quintero (citado por González, Jiménez y Hernández), el mercado de valores se define como “el conjunto de mecanismos que facilitan el intercambio de bienes entre diferentes personas o entidades, las que se pueden denominar oferentes (quienes producen o venden los bienes) y demandantes (quienes compran los bienes).”⁹

Este intercambio de instrumentos, constituye un medio directo entre el ahorro y la inversión, siendo los sujetos excedentarios los que deciden en qué instrumento

⁷ El Superintendencia General de Valores. “Participantes del Mercado de Valores” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/Paginas/SistemaFinanciero.aspx>

⁸ Superintendencia General de Valores. “Participantes del Mercado de Valores” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/Paginas/MercadoValores.aspx>

⁹ Luis Javier González Vargas, Fernando Jiménez Aguilar y Álvaro Leandro Hernández, “El sistema Financiero. Análisis crítico a los proyectos de reforma del Mercado de Valores y su influencia en el funcionamiento y organización de la bolsa de Valores.” (Seminario de Graduación, Universidad de Costa Rica, 1988), 17.

invertir sus ahorros; lo anterior con la ayuda de los intermediarios de valores, los cuales se definirán más adelante.¹⁰

A través del mercado de valores se valoran las decisiones financieras, ofreciendo una medida del valor de la empresa y a su vez, se considera como una fuente de financiación permanente y factor de crecimiento en una economía de mercado. Además, tiene una función de financiación y sirve de enlace entre los intereses de la empresa y los de los inversionistas, por lo que se considera un importante instrumento de canalización del ahorro al sistema industrial y empresarial.¹¹

El mercado de valores se puede diferenciar de otros tipos de mercado debido a que¹²:

1. Las operaciones son realizadas en ausencia del aporte real de los títulos, dándose una equiparación de los valores mobiliarios a cosas fungibles para su compraventa en el mercado (mercado accionario) y,
2. No se presenta una relación directa entre compradores y vendedores, dada la existencia de los intermediarios, los cuales guardan el secreto de las identidades de las partes y el interés de los tenedores de los títulos.

En el mercado de valores, el inversionista puede optar entre tomar personalmente las decisiones de inversión o dejar en manos de expertos la selección y gestión de las inversiones, como ocurre en el caso de la gestión individual de portafolios, sin embargo, los riesgos de la inversión recaen en el inversionista.¹³

¹⁰ Ana Cristina Mora Rawson, "Análisis sobre la posibilidad de regular la actividad de estructuración de emisiones de valores en relación con la prestación de servicios de banca de inversión en Costa Rica" (Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2016), 46.

¹¹ Ibid.

¹² Álvaro Hernández Aguilar, "Derecho Bursátil: Mercado de Valores" (San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas S.A, 2002), 25-26.

¹³ Ibid.

Es importante indicar que el inversionista, se convierte en el sujeto central del derecho de mercado de valores y, por ende, es destinatario directo o indirecto, del régimen de los mercados primarios y secundarios de valores.¹⁴

En síntesis, se puede definir el mercado de valores, como el mercado a través del cual se pone en marcha una serie de mecanismos que permite la emisión, colocación y distribución de valores negociables. Debido a la importancia del mercado de valores, su funcionamiento debe estar debidamente regulado, tanto para la protección al inversionista como para los demás participantes; y de esta manera contar con un mercado eficaz.¹⁵

A.2 Regulación del mercado de valores

El primer intento de regulación del mercado de valores en Costa Rica, se dio con la promulgación del Código de Comercio del 14 de abril de 1964, en el que se regulan las bolsas de valores -denominadas en un principio como bolsas de comercio-, estableciendo los requisitos de creación, actividades por contratar y la venta de acciones y títulos valores. Sin embargo, no es sino hasta el año 1970, en que la Cámara Nacional de Finanzas, Inversiones y Crédito, funda la Bolsa Nacional de Valores (BNV).¹⁶

A partir de los años 90, comienza una reforma financiera, modificando la estructura monopolística que hasta el momento había imperado. Con esta reforma, se buscó contribuir al crecimiento económico mediante la consolidación de procesos de formación de capitales de mediano y largo plazo.¹⁷ Paralelamente, el mercado de valores “dentro de sus limitaciones legales y operativas fue poco a poco abarcando

¹⁴ Álvaro Hernández Aguilar, “Derecho Bursátil: Mercado de Valores” (San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas S.A, 2002), 33.

¹⁵ Ibid., 27.

¹⁶ Heiry Alvarado Méndez, “Génesis y realidad actual de la Bolsa Nacional de Valores. Análisis jurídico - histórico y sus vicisitudes” (Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2012), 13.

¹⁷ Álvaro Hernández Aguilar, 51.

un terreno muy importante en nuestra economía, al punto que se hizo necesaria la promulgación de una legislación especializada.”¹⁸

La Ley Orgánica del Banco Central (LOBCR), promulgada en 1995 reformula las funciones del Banco Central de Costa Rica (BCCR) y crea la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF), como órgano regulador del mercado de intermediación financiera; logrando una mayor participación de los organismos privados, pero sometidos a una regulación prudencial.

Por otra parte, en 1990 se aprueba la Ley Reguladora del Mercado de Valores y Reformas al Código de Comercio, la cual regulaba por primera vez el mercado de valores costarricense. Con esta ley se crea la Comisión Nacional de Valores (CNV), estableciendo “un marco jurídico que dio gran peso a la autorregulación(...)”¹⁹. Sin embargo, fue hasta 1998, con la nueva LRMV- ley 7732-, que se logró ordenar el mercado.

El artículo 1 de la LRMV señala que tiene como objeto “regular los mercados de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos.”²⁰

Además, mediante la promulgación de esta ley, se logra la regulación del proceso de la oferta pública de valores, el establecimiento de regulaciones para las entidades que participan en el mercado, la creación de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema

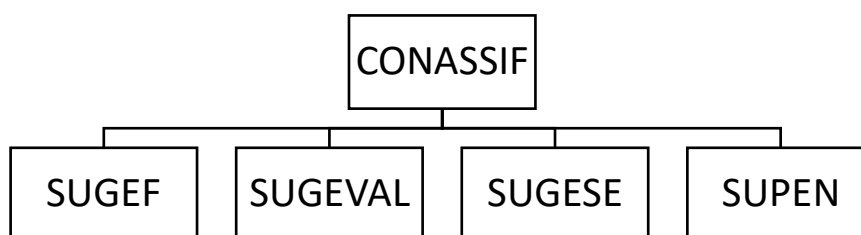
¹⁸ Álvaro Hernández Aguilar, “Derecho Bursátil: Mercado de Valores” (San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas S.A, 2002), 51.

¹⁹ Superintendencia General de Valores. “Reseña histórica” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/Paginas/Resena.aspx>

²⁰ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 1. SINALEVI (consultado el 16 de noviembre, 2019)

Financiero (CONASSIF); creando así un marco de supervisión prudencial para el mercado.

El CONASSIF, se concibió como un órgano colegiado de regulación y dirección de la SUGEF, Superintendencia General de Pensiones (SUPEN) y de la SUGEVAL. Posteriormente, mediante la promulgación de la Ley Reguladora del Mercado de Seguros -ley 8652-, se crea la Superintendencia General de Seguros (SUGESE), concediéndole su supervisión al CONASSIF.



De conformidad con el artículo 171 de la LRMV, algunas de las funciones del CONASSIF son las siguientes²¹:

- a. Nombrar y remover a los Superintendentes.
- b. Aprobar las normas atinentes a la autorización, regulación, supervisión, fiscalización y vigilancia de las Superintendencias. No podrá fijar requisitos que restrinjan indebidamente el acceso de los agentes económicos al mercado financiero, limiten la libre competencia, ni incluyan condiciones discriminatorias.
- c. Ordenar la suspensión de las operaciones y la intervención de los sujetos regulados por las Superintendencias, además, de decretar la intervención y solicitar la liquidación ante las autoridades competentes.

²¹ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 171. SINALEVI (consultado el 16 de noviembre, 2019)

- d. Suspender o revocar la autorización otorgada a los sujetos regulados por las Superintendencias o la autorización para realizar oferta pública.
- e. Conocer y resolver en apelación los recursos interpuestos contra las resoluciones dictadas por las Superintendencias, lo cual agota la vía administrativa.
- f. Conocer en apelación, las resoluciones que dicten las bolsas de valores con respecto a la autorización de los puestos de bolsa y la imposición de sanciones a los puestos y agentes de bolsa.
- g. Resolver los conflictos de competencia que se presenten entre las Superintendencias.

Por otra parte, en relación con la SUGEVAL (Superintendencia central de nuestra investigación), este es un órgano de desconcentración máxima del BCCR, el cual tiene como función velar por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines.²²

Para el cumplimiento de sus fines, la ley 7732 le otorga a la SUGEVAL la potestad de supervisión y fiscalización, la cual se lleva a cabo por medio de monitoreos e inspecciones, con el fin de verificar el cumplimiento de la normativa.²³

A manera de conclusión, se puede decir que, con la reforma de los años 90, se logra ordenar el mercado de valores, dándole mayor flexibilidad y dinamismo, así como las herramientas necesarias para su desarrollo.

²² Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 3. SINALEVI (consultado el 16 de noviembre, 2019)

²³ Ibid.

A.3 Principios y funcionamiento del mercado de valores

El mercado de valores sigue los siguientes principios:²⁴

1. Eficiencia: desde el punto de vista teórico, el mercado de valores se considera un mercado perfecto donde se contratan valores inmobiliarios y otros productos financieros, en donde los precios se forman objetiva e imparcialmente.
2. Principio de protección al inversionista: se exige la protección al inversionista para el buen funcionamiento del mercado de valores y para la estabilidad de las entidades financieras y futuras inversiones.
3. Principio de profesionalidad de los intermediarios: este constituye un principio rector para el correcto funcionamiento del mercado de valores, debido a que se les exige a las personas físicas que intervienen en el mercado una serie de requisitos en cuanto a su nivel de profesionalidad para el desarrollo de sus funciones.
4. Principio de transparencia: “se trata de contribuir a facilitar al inversionista la información necesaria para permitirle tomar decisiones fundadas sobre la oportunidad de adquirir determinados valores.”²⁵

Estos principios son necesarios para el buen funcionamiento del mercado de valores, el cual está compuesto por dos mercados:

1. Mercado primario:

Es el mercado de distribución de los valores negociables en donde se negocian nuevas emisiones mediante oferta pública por las entidades autorizadas. Desde la perspectiva jurídica, este mercado sirve de mecanismo para la adquisición originaria de los valores. Además, corresponde a una estructura dirigida a

²⁴ Álvaro Hernández Aguilar, *Derecho Bursátil (Mercado de Valores) Tomo I*. (San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas. Primera Edición, 2002), 51-57

²⁵ *Ibid.*, 57

procurar un ágil intercambio de la riqueza, que surge en virtud de la interrelación de al menos cuatro elementos:²⁶

- a) Oferentes,
- b) Demandantes,
- c) Objeto de comercio y
- d) Medios de pago

“Por ser el mercado primario donde se realiza la primera colocación, en él solo puede ser negociado por una vez, sea al momento de la emisión.”²⁷ Es decir, el mercado primario o de emisión, permite a las empresas ponerse en contacto con los ahorradores para captar recursos financieros mediante la emisión de valores.²⁸

El artículo 10 de la LRMV, establece que “solo podrán ser objeto de oferta pública en el mercado de valores primario, las emisiones de valores en serie conforme a las normas dictadas reglamentariamente por la Superintendencia y autorizadas por ella”.²⁹

2. Mercado secundario:

Este mercado comprende las transacciones que ya fueron colocadas en el mercado primario, es decir, no provienen del emisor, por lo que, si el mercado primario era el mercado de emisión, el secundario es el de negociación, en donde se ofrece liquidez al titular de los valores, al facilitar el mecanismo de intercambio de valores por dinero.³⁰

²⁶ Álvaro Hernández Aguilar, *Derecho Bursátil (Mercado de Valores) Tomo I*. (San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas. Primera Edición, 2002), 155-157.

²⁷ Henry Campos Vargas, “Alcances y consecuencias jurídicas de la intervención del sector público en el Mercado Nacional de Valores” (Tesis de Licenciatura de Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2016), 148.

²⁸ Álvaro Hernández Aguilar, 155-157.

²⁹ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 10. SINALEVI (consultado el 16 de noviembre, 2019).

³⁰ Campos Vargas, 149.

El mercado secundario o de negociación procura liquidez a los valores ya emitidos, al poner en contacto a los ahorradores entre sí, para que realicen transacciones de valores, además, cuenta con órganos, instituciones e intermediarios propios, regidos por leyes y reglamentos, con el fin de convenir entre ellos y ejecutar por cuenta de sus clientes, ciertos contratos típicos.³¹ Estos mercados se encuentran sometidos a lo establecido en la LRMV y demás normas y a la supervisión de la SUGEVAL.

En síntesis, el proceso de distribución de los valores en el mercado de valores atraviesa dos fases fundamentales:³²

1. Una primera fase de adquisición originaria, en la que el inversor adquiere los valores “a primera mano”, es decir, adquiere los valores sin que nadie los haya poseído con anterioridad, (mercado primario); y
2. Una segunda fase (mercado secundario) de negociación de valores en la que estos se adquieren como consecuencia de determinados contratos mediante su entrega por parte de su anterior titular. Es decir, corresponde a la realización de operaciones de valores ya existentes en circulación con anterioridad.

A.4 Participantes en el mercado de valores costarricense

Hay distintos participantes en el mercado de valores y cada uno de ellos tiene un rol esencial para su funcionamiento. De acuerdo con la SUGEVAL, en este mercado participan: los emisores de valores, los intermediarios de valores (puestos de bolsa, bancos del sistema bancario nacional y las sociedades administradoras que ofrecen sus fondos de inversión), la Bolsa de Valores, los inversionistas, las calificadoras de

³¹ Álvaro Hernández Aguilar, “Derecho Bursátil: Mercado de Valores” (San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas S.A, 2002), 27.

³² Ibid., 174.

valores, las entidades de custodia, los proveedores de precios, las sociedades fiduciarias, las sociedades titularizadas y el regulador del mercado de valores.³³

El propósito de la presente investigación es establecer cómo se debe de regular la actividad de asesoría de inversión independiente. Es por lo anterior, que nos centraremos en definir solo algunos de los participantes del mercado de valores que tienen una mayor conexión con los asesores de inversión y su función, los cuales son: bolsas de valores, puestos de bolsa, agentes de bolsa, inversionistas, emisores y el regulador y supervisor del mercado.

Previo a realizar dichas definiciones, es importante señalar algunas disposiciones generales dirigidas a los participantes del mercado de valores. Primeramente, los participantes deben respetar las normas de conducta establecidas en la normativa costarricense como la LRMV.³⁴

Entre las normas que establece la LRMV, se indica que los participantes que reciban órdenes, las ejecuten o asesoren a clientes con respecto de inversiones en valores, deben actuar con cuidado y diligencia en sus operaciones, siguiendo las instrucciones estrictas de sus clientes o de acuerdo con las normas y los usos del mercado.

Asimismo, se establece la importancia de la confidencialidad de la información que tengan de sus clientes, ya que, no podrá ser usada en beneficio propio ni de terceros; tampoco para fines distintos de aquellos para los cuales fue solicitada. También, se señala que es su deber suministrar a los clientes toda la información disponible, cuando pueda ser relevante para la toma de decisiones. La información

³³ Superintendencia General de Valores. "Participantes del Mercado de Valores" (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/paginas/participantesmercado.aspx>

³⁴ Asamblea Legislativa, "Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998", La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 101. SINALEVI (consultado el 2 octubre, 2019).

brindada debe ser clara, correcta, precisa, suficiente y oportuna; indicando los riesgos involucrados.³⁵

Igualmente, la LRMV establece que los participantes en el mercado deberán informar a sus clientes sobre sus vinculaciones, económicas o de cualquier otra índole, que puedan comprometer su imparcialidad. Para ello, se estableció que la Superintendencia debe dictar las normas para hacer efectivo lo anterior.³⁶

Cada participante, a parte de las disposiciones generales mencionadas, tiene obligaciones y funciones específicas dentro del mercado de valores, por lo que se procederá a definir a los participantes relevantes para la presente investigación, con el fin de tener una mejor comprensión de este mercado y así encontrar una solución al problema que se plantea.

A.4.1 La Bolsa de Valores

Escoto (citado por Elizondo y Pacheco) dice que, las bolsas de valores son entidades que facilitan los medios para la compra y venta de valores y que, además, ejercen funciones de autorización, fiscalización y regulación sobre los puestos y agentes de bolsa. También se ha indicado que consiste en un mercado público sometido a regulaciones por parte del Estado, donde se reúnen comerciantes y agentes auxiliares de comercio para concertar operaciones propias de su rama.³⁷

³⁵ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículos 108-109. SINALEVI (consultado el 2 octubre, 2019).

³⁶ Ibid., artículo 109.

³⁷ Alan Elizondo Medina y José María Pacheco Fonseca, “La intermediación financiera y de valores en el Sistema Jurídica Costarricense” (Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2010), 120.

Algunas de las funciones específicas de una bolsa de valores son:³⁸

- a. Autorizar y suspender el funcionamiento de los puestos y agentes de bolsa; y fiscalizar que cumplan con los requisitos establecidos por la ley y los reglamentos de la SUGEVAL, así como las normas que indica la propia bolsa.
- b. Efectuar visitas y revisiones a distancia sobre los puestos de bolsa.
- c. Establecer procedimientos y sistemas para facilitar la compra y venta de valores.
- d. Velar por la objetividad y transparencia en la formación de los precios.
- e. Ofrecer al público información sobre los valores, sus emisores y las operaciones de bolsa.

En Costa Rica, las bolsas se organizan por disposición legal como sociedades anónimas y sus accionistas son los puestos de bolsa que participen en ellas. Además, su capital social está representado por acciones comunes y nominativas, suscritas y pagadas entre los puestos admitidos³⁹.

Es importante indicar, que el sistema costarricense admite la pluralidad de bolsas, sin embargo, en Costa Rica, actualmente solo existe una y es la BNV. Los primeros intentos por establecer una Bolsa de Comercio en Costa Rica datan de la década de los años 40, cuando se fundó la Bolsa de Valores de San José. Sin embargo, fue hasta el 19 de agosto de 1976 que se celebró la primera sesión de la Bolsa.

³⁸ Superintendencia General de Valores. "Participantes del Mercado de Valores" (s.f.). Recuperado de <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/paginas/participantesmercado.aspx>

³⁹ Asamblea Legislativa, "Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998", La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 27, parr 2, SINALEVI (consultado 21 de marzo, 2019).

Actualmente, hay 16 puestos de bolsa autorizados y fiscalizados por la BNV, la cual se rige por cuatro objetivos estratégicos:⁴⁰

1. Promover el desarrollo del mercado de capitales: impulsar iniciativas que contribuyan con lograr un mercado líquido y profundo.
2. Facilitar el acceso al mercado de capitales: atraer nuevos participantes al mercado de capitales y mejorar el acceso.
3. Diversificar productos y servicios: ampliar los productos y servicios que ofrece la Bolsa, que generen nuevos ingresos a la empresa y un mayor uso del mercado de capitales.
4. Fortalecer el modelo corporativo: alinear los recursos de la compañía a las nuevas exigencias del mercado para generar mayor valor a nuestros accionistas.

Lo anterior, para cumplir con su misión principal, la cual es promover el desarrollo y el acceso al mercado de capitales costarricense, para contribuir al crecimiento económico.⁴¹ Por ello, el papel que desarrolla dentro del mercado de valores es esencial.

A.4.2. Intermediarios de valores

Otro de los participantes de este mercado son los intermediarios de valores. Se conocen como intermediarios de valores a los puestos de bolsa, las sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFIs) y los bancos del sistema bancario nacional. Estos prestan distintos servicios de intermediación de valores, los cuales, de conformidad con el artículo 3 de la LRMV, pueden ser reglamentados por la SUGEVAL. Esta prestación debe ser realizada acatando las disposiciones

⁴⁰ Bolsa Nacional de Valores. “Historia, Misión y Objetivos Estratégicos” (s.f). Recuperado de <https://www.bolsacr.com/bolsa-valores-cr/historia-mision-y-objetivos-estrategicos>

⁴¹ Junta Directiva de la Bolsa Nacional de Valores, “Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores: 17 de agosto de 1999”. Circular 05/99 (20 agosto, 1999): artículo 4.

normativas al respecto, además, del cumplimiento de las normas de conducta dispuestas en la LRMV.⁴²

Un ejemplo de las regulaciones a las que están sometidos los intermediarios, es la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), el cual se encuentra regulado en el artículo 6 de la LRMV:

Artículo 6.- Inscripción: Todas las personas físicas o jurídicas que participen directa o indirectamente en los mercados de valores, excepto los inversionistas, así como los actos y contratos referentes a estos mercados y las emisiones de valores de las cuales se vaya a realizar oferta pública, deberán inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, conforme a las normas reglamentarias que dicte al efecto la Superintendencia.⁴³

Posteriormente, se profundizará en la actividad de intermediación de valores y la figura del intermediario.

A.4.2.1. Sociedades administradoras de inversión

Como se mencionó anteriormente, las sociedades administradoras de inversión forman parte de los intermediarios de valores; estas son sociedades anónimas o sucursales de sociedades extranjeras, cuyo objeto exclusivo es la administración de fondos de inversión y complementariamente la comercialización de los fondos de inversión locales o extranjeros; y que cuentan con personas especializadas en el campo de las inversiones (gestión de carteras).⁴⁴

⁴² Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, “Reglamento 1259 Reglamento de Intermediación y Actividades Complementarias y reforma varios Reglamentos: 17 de junio de 2016” La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): artículo 1, SINALEVI (consultado 21 de marzo, 2019).

⁴³ *Ibíd.* Artículo 6.

⁴⁴ Superintendencia General de Valores. “Participantes del Mercado de Valores” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/paginas/participantesmercado.aspx>

De acuerdo con el artículo 65 de la LRMV, deberán ser sociedades anónimas o sucursales de sociedades extranjeras que cumplan con los requisitos indicados en dicha ley y el Código de Comercio y que su objeto exclusivo sea prestar servicios de administración de fondos de inversión. Además, el artículo 66 de la LRMV dispone que la Superintendencia es la encargada de autorizar su funcionamiento una vez cumplidos los requisitos establecidos en dicho numeral.

A.4.2.2. Puestos de bolsa

Con respecto a los puestos de bolsa, la LRMV indica que son entidades autorizadas por las bolsas de valores para realizar actividades de intermediación bursátil.⁴⁵

De acuerdo con el artículo 53 de la LRMV, los puestos de bolsa son personas jurídicas, autorizadas por las bolsas de valores correspondientes y de conformidad con los requisitos establecidos en la ley para formar parte de ellas y, además, para realizar las actividades autorizadas por ley.⁴⁶

También se han definido como sociedades anónimas, cuya actividad principal es proponer, perfeccionar y ejecutar, por cuenta de sus clientes o por cuenta propia, la compra o venta de valores, según las disposiciones legales y reglamentarias correspondientes.⁴⁷

Entre sus principales funciones están:⁴⁸

1. Comprar y vender valores por cuenta de sus clientes.

⁴⁵ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 27, parr 2, SINALEVI (consultado 21 de marzo, 2019).

⁴⁶ Ibid., artículo 53, parr 1.

⁴⁷ Miguel Loría Sagot, *El sistema financiero costarricense en los últimos 25 años: estructura y desempeño* (San José, C.R.: Academia de Centroamérica, 2013), 46 .Consultado 16 de marzo, 2019, <https://www.academiaca.or.cr/wp-content/uploads/2017/03/estructura-y-desempeno.pdf>.

⁴⁸ Asamblea Legislativa, artículo 56, parr 1.

2. Asesorar al inversionista en la compra y venta de valores en la bolsa y la realizan a nombre de este.
3. Obtener créditos y otorgar a los clientes créditos, siempre que estén directamente relacionados con operaciones de compra y venta de valores, incluida la prefinanciación de emisiones.
4. Administrar carteras individuales de inversión.

De las funciones enumeradas, se puede extraer entonces, que la función de los puestos de bolsa consiste en facilitar al inversionista la adquisición de valores en el mercado primario y la venta o adquisición de valores en el mercado secundario.⁴⁹ Estas actividades que realizan los puestos de bolsa, están fiscalizadas por la SUGEVAL y la propia Bolsa.

Los puestos de bolsa tienen distintas obligaciones, entre las cuales están:⁵⁰

1. Cumplir las disposiciones establecidas en la LRMV y sus reglamentos y acatar los acuerdos de la Superintendencia, en lo pertinente de la respectiva bolsa de valores.
2. Proporcionar a la Superintendencia y a la bolsa de valores, toda la información estadística, financiera, contable, legal o de cualquier otra naturaleza, que se les solicite.
3. Permitir la fiscalización, por parte de la Superintendencia y de la respectiva bolsa de valores, de todas sus operaciones y actividades.

Además, la LRMV establece en el artículo 59 que los puestos de bolsa son igualmente responsables por las actuaciones dolosas o culposas, de sus funcionarios, empleados o agentes de bolsa, durante el ejercicio de sus funciones

⁴⁹ Alan Elizondo Medina y José María Pacheco Fonseca, “La intermediación financiera y de valores en el Sistema Jurídica Costarricense” (Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2010), 125.

⁵⁰ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 58.

o con ocasión de él, cuando sus actuaciones sean contrarias al ordenamiento jurídico o las normas de la sana administración y perjudiquen a la respectiva bolsa o a terceros.⁵¹

En este sentido, es importante indicar que los puestos de bolsa son representados por personas físicas, estos son los agentes de bolsa. Los cuales realizan las actividades bursátiles a nombre del puesto de bolsa, ante los clientes y la Bolsa. Además, deben obtener una credencial que otorga la BNV, la cual se obtiene por medio de la aprobación de un examen y el cumplimiento del resto de requisitos establecidos en el Reglamento sobre Agentes de Bolsa.⁵² La LRMV establece que “las órdenes recibidas de los clientes serán ejecutadas bajo la responsabilidad de los puestos de bolsa y de sus agentes.”⁵³

En concordancia, la normativa indica que los agentes de bolsa deberán ser personas de reconocida solvencia moral, capacidad para el ejercicio de su cargo y que deben cumplir con las normas legales, reglamentarias y demás disposiciones emitidas por la SUGEVAL y por la Bolsa.⁵⁴

A.4.2.3. Bancos del sistema bancario nacional

Los bancos del sistema bancario nacional, de conformidad con el artículo 1 del RIAC, el artículo 1 y 116 de la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional (LOSBN), ya sean Banco Nacional de Costa Rica, Banco de Costa Rica, BCCR, cualquier otro banco que en el futuro llegare a crearse, bancos comerciales privados, establecidos y administrados conforme con lo prescrito en el título VI de la LOSBN y las

⁵¹ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 59.

⁵² Alan Elizondo Medina y José María Pacheco Fonseca, “La intermediación financiera y de valores en el Sistema Jurídica Costarricense” (Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2010), 125-126.

⁵³ Asamblea Legislativa, artículo 60.

⁵⁴ Bolsa Nacional de Valores, “Reglamento sobre Agentes de Bolsa: 17 noviembre 2005”, 2. Consultado el 23 febrero 2020: https://www.bolsacr.com/sites/default/files/AsesoríaLegal/regl._agentes_de_bolsa.pdf

sucursales bancarias domiciliadas en Costa Rica de un banco extranjero⁵⁵, se consideran intermediarios de valores. Estos están facultados para prestar todos los servicios de intermediación, excepto el servicio de ejecución de órdenes, es decir, pueden prestar servicios de asesoría de inversión.

A.4.3 Inversionistas

Los inversionistas son aquellas personas que cuentan con recursos para la adquisición de acciones, obligaciones u otros valores, que buscan obtener ganancias de sus inversiones.⁵⁶ Es decir, son personas naturales o jurídicas que canalizan su dinero en el mercado de valores con el propósito de obtener rentabilidad.

El RIAC obliga a los intermediarios a calificar al inversionista en profesional y no profesional. De acuerdo con el RIAC, el inversionista profesional es aquella persona física o jurídica que posee la infraestructura o capacidad para reconocer, comprender y gestionar los riesgos inherentes a sus decisiones de inversión. Por otra parte, el inversionista no profesional son todas aquellas personas físicas o jurídicas que no califican para ser tratados como inversionistas profesionales.⁵⁷

De acuerdo con lo anterior, se puede decir que el inversionista es el sujeto central de la actividad de asesoría de inversión, por cuanto es este quien recibe las recomendaciones. Es por esto, que, en el apartado de asesoría de inversión, se profundizará en la relación del inversionista con esta actividad de intermediación.

⁵⁵ Asamblea Legislativa “Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional: 26 de setiembre de 1953”, artículo 1, SINALEVI (consultado el 23 de febrero 2020).

⁵⁶ Superintendencia General de Valores. “Participantes del Mercado de Valores” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/paginas/participantesmercado.aspx>

⁵⁷ Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, “Reglamento 1259 Reglamento de Intermediación y Actividades Complementarias y reforma varios Reglamentos: 17 de junio de 2016” La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): artículo 10, SINALEVI (consultado 21 de marzo, 2019).

A.4.4 Emisores de valores

Los emisores de valores, son las empresas o fideicomisos que ofrecen emisiones de valores a la venta, con el fin de captar ahorros del público inversionista para financiar sus inversiones u obtener capital de trabajo para su operación normal.⁵⁸ Para realizar esta oferta pública de valores la emisión debe pasar por un proceso de autorización en la SUGEVAL.

A.4.5 Superintendencia General de Valores

Uno de los participantes más relevantes, por último, es la entidad supervisora del mercado de valores, que en Costa Rica es la SUGEVAL. Esta es la entidad responsable de la supervisión del mercado de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos, los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos, además, de velar por su buen funcionamiento.⁵⁹

Es importante mencionar que si bien es cierto la LRMV se refiere a la SUGEVAL como ente regulador; según lo establecido en el artículo 171 de la LRMV, es el CONASSIF el encargado de regular el mercado de valores, delegando en ocasiones, en la SUGEVAL, el desarrollo de ciertos aspectos operativos.

La SUGEVAL fue creada por la LRMV, que entró en vigencia el 27 de marzo de 1998 y vino a sustituir a la hasta entonces existente CNV, heredando sus activos y funcionarios.⁶⁰

⁵⁸ Superintendencia General de Valores. “Participantes del Mercado de Valores” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/paginas/participantesmercado.aspx>

⁵⁹ Superintendencia General de Valores. “Información institucional” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/Paginas/Resena.aspx>

⁶⁰ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 171. SINALEVI (consultado el 16 de noviembre, 2019).

Asimismo, surgen las figuras del Superintendente y del Intendente General de Valores, las cuales son nombradas por el CONASSIF por un período de cinco años y que pueden ser reelegidos cuantas veces lo acuerde el Consejo.⁶¹ El máximo jerarca administrativo de la Superintendencia es el Superintendente, este tiene la representación legal; y le corresponde organizar la institución y velar por su buen funcionamiento. Además, es su responsabilidad proponer al CONASSIF la reglamentación del mercado, las autorizaciones de oferta pública e imponer las sanciones a las entidades reguladas por la Superintendencia.⁶²

La principal misión de la SUGEVAL, es la protección al inversionista, por medio de la transparencia, la correcta formación de precios y la difusión de información suficiente y oportuna. Algunas de las funciones que la LRMV encomienda a la SUGEVAL son:

1. Supervisar la oferta pública de los valores.
2. Autorizar los participantes y los productos del Mercado de Valores
3. Supervisar el cumplimiento de la normativa.
4. Suspender o revocar la autorización y establecer las sanciones en el marco de la LRMV.
5. Suministrar información al público para la toma de decisiones.

De acuerdo con lo indicado en este apartado, todos los participantes mencionados tienen un rol importante en el funcionamiento del mercado de valores, el cual influye en la intermediación de valores y, por ende, en la actividad de asesoría de inversión ya sea porque son hacia quienes va dirigida dicha actividad, o porque son los encargados de supervisar o de realizarla.

⁶¹ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 172. SINALEVI (consultado el 16 de noviembre, 2019).

⁶² Ibid., artículo 8.

B. La intermediación de valores

B.1 Generalidades de la intermediación de valores

La definición de intermediación de valores depende de la regulación establecida en cada país, ya que, las operaciones que califican como intermediación financiera, así como los sujetos autorizados para actuar como intermediarios de valores pueden variar.

A pesar de lo anterior, de manera general se puede definir la intermediación de valores como “la realización de operaciones que tengan como finalidad o efecto, el acercamiento de demandantes y oferentes en el sistema de negociación de valores”.⁶³

Por su parte, la LRMV establece en su artículo 2, que únicamente podrán prestar servicios de intermediación de valores, los sujetos autorizados por la SUGEVAL. Asimismo, la prestación de servicios de intermediación, será definida vía reglamentaria por la Superintendencia.

Dicho lo anterior, en el artículo 1 del RIAC, se definen los servicios de intermediación de valores como aquellos que son “prestados por parte de los intermediarios de forma habitual y a cambio de una compensación directa o indirecta, con el objetivo de poner en contacto oferentes y demandantes de valores.”⁶⁴ En Costa Rica, la SUGEVAL, es el ente encargado de fiscalizar y supervisar la actividad de las personas físicas o jurídicas que intervienen directa o indirectamente en el mercado de valores.⁶⁵

⁶³ Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano, *Régimen del Mercado de Valores* (Bogotá, Colombia: Universidad de los Andes, 2018), 18.

⁶⁴ Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, “Reglamento de Intermediación y actividades complementarias”, La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): artículo 1, SINALEVI (consultado 9 de noviembre, 2019).

⁶⁵ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”. La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 56, parr 1, SINALEVI (consultado 09 de noviembre, 2019).

Entre estos servicios, que se consideran de intermediación de valores, están los siguientes⁶⁶

1. Ejecución de órdenes por cuenta propia o de terceros en el mercado local, o en su transmisión a intermediarios autorizados en la plaza donde se negocien los valores o instrumentos financieros.
2. Gestión individual de portafolios.
3. Recepción automatizada de órdenes.
4. Acceso a plataformas de negociación directa.
5. Asesoría de inversión.
6. Suscripción de contratos de colocación de emisiones.

Adicionalmente, de acuerdo con el Reglamento, los intermediarios podrán prestar las siguientes actividades complementarias:

1. Referimiento de clientes.
2. Custodia de valores.

De acuerdo con lo anterior, la asesoría de inversión es considerada un servicio de intermediación de valores, el cual es esencial para el funcionamiento del mercado, sin embargo, en los últimos años ha aumentado la asesoría para inversionistas fuera de los intermediarios regulados, ya sean personas físicas o jurídicas que no están vinculados a ningún intermediario de valores. Sobre la asesoría de inversión y esta problemática se profundizará más adelante.

⁶⁶ I Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”. La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 56, parr 1, SINALEVI (consultado 09 de noviembre, 2019).

Es importante mencionar que, para la prestación de servicios de intermediación de valores, se deben cumplir con los siguientes requisitos mínimos:⁶⁷

1. Políticas y procedimientos para garantizar que la prestación de los servicios de intermediación a clientes se realice en cumplimiento de la presente norma.
2. Procesos administrativos, contables y de control interno.
3. Personal con los conocimientos y experiencia necesarios para desempeñar las funciones que se le asignen.
4. Mecanismos de seguridad y salvaguarda de sus sistemas informáticos.
5. Registros de todos los servicios y operaciones que realice, los que deberán permitir que pueda verificarse el cumplimiento de lo dispuesto en el RIAC, en particular de las obligaciones del intermediario para con sus clientes actuales o potenciales.
6. Políticas y procedimientos de gestión que permitan determinar y valorar los riesgos derivados de los procesos, servicios o actividades prestados y establecer el nivel de riesgo tolerado por el intermediario.
7. Medidas administrativas y de organización efectivas para la gestión y políticas para la revelación de los conflictos de interés que pudieran generarse en la prestación de los servicios.
8. Políticas y procedimientos para el manejo de información confidencial.
9. Disposiciones internas para el cumplimiento de lo establecido en la “Ley sobre estupefacientes, sustancias psicotrópicas, drogas de uso no autorizado, actividades conexas, legitimación de capitales y financiamiento al terrorismo”.
10. En el caso de que se subcontrate con terceros procesos, servicios o actividades que sean de impacto para la prestación de un servicio se deben adoptar las medidas necesarias para gestionar el riesgo operativo.”

⁶⁷ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”. La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 2, SINALEVI (consultado 09 de noviembre, 2019).

Estas políticas y requisitos podrán ser revisados y evaluados por la SUGEVAL para verificar que estén ajustadas al RIAC. De no ser así, el Superintendente podría solicitar un plan de corrección y posteriormente, tomar las medidas administrativas y judiciales que correspondan de no cumplirse dicha prevención.

Como se mencionó anteriormente, hay diversas actividades de intermediación, entre las cuales están: la ejecución y transmisión de órdenes, recepción automatizada de órdenes, gestión individual de portafolios, acceso a plataformas de negociación directa, asesoría de inversión, entre otras. Cada una de ellas son importantes y se diferencian entre sí por sus características y finalidades.

B.2 Sujetos de la intermediación de valores

Hay tres sujetos importantes en la actividad de intermediación de valores, estos son:

1. El oferente de valores.
2. El demandante de valores.
3. El intermediario.

Cada uno de ellos tiene un rol importante para que se pueda llevar a cabo la actividad de intermediación de valores, por lo que explicaremos cada uno de estos sujetos abstractos.

B.2.1 El Oferente de Valores

Se dice que los oferentes de valores son “todas aquellas personas o instituciones que poseen déficit de recursos financieros y que, para ello, emiten valores que ofrecen en el mercado.”⁶⁸

⁶⁸ Comisión para el Mercado Financiero. “Oferente”. Recuperado de <https://www.cmfeduca.cl/educa/600/w3-propertyvalue-694.html>

Es decir, en la intermediación de valores hay un ente deficitario (el oferente), que requiere de fondos, esto porque tiene alguna necesidad y debe conseguir liquidez para solucionarla. Por lo que el oferente cambia sus títulos para solucionar su déficit, los cuales pueden haber sido emitidos por el mismo oferente (objeto de venta en el mercado primario) o que el oferente los haya adquirido en el mercado primario o en el secundario.⁶⁹

En este sentido, se considera que uno de los principales oferentes son los emisores de valores, ya que, son “los sujetos que intervienen en primer lugar en dicho mercado porque son los que producen los objetos que en él se negocian.” Es decir, son oferentes de valores por excelencia porque su función es emitir valores y ofrecerlos en el mercado primario. Sin embargo, hay autores que subrayan la importancia de tener en cuenta que la categoría de emisores de valores es muy amplia y variada y que abarca tanto a emisores públicos como a los privados.⁷⁰

Asimismo, en el mercado secundario se pueden encontrar otro tipo de oferentes de valores, que son aquellas personas que anteriormente habían comprado un título en el mercado primario y que ahora necesitan convertirlo en efectivo antes de que el título venza.⁷¹ Por lo anterior, se puede decir que cualquier persona física o jurídica puede ser oferente de valores, siempre y cuando los tenga a su disposición y los pueda transmitir.⁷²

Finalmente, hay que tener en cuenta que, en Costa Rica para ofrecer valores en el marco de una oferta pública, tiene que ser autorizada por la SUGIVAL y negociarse en una bolsa de valores. Es decir, no es posible que el oferente realice oferta pública de valores fuera de la bolsa.

⁶⁹ Alan Elizondo Medina y José María Pacheco Fonseca, “La intermediación financiera y de valores en el Sistema Jurídica Costarricense” (Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2010), 232.

⁷⁰ Álvaro Hernández Aguilar. Derecho Bursátil (Mercado de Valores) Tomo I. (San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas. Primera Edición, 2002), 60.

⁷¹ Roxana Escoto Leiva. Banca Comercial (San José, Costa Rica: Editorial Universidad Estatal a Distancia. Primera Edición, Segunda reimpresión, 2007), 28.

⁷² Alan Elizondo Medina y José María Pacheco Fonseca, 232.

De acuerdo con lo anterior, los oferentes de valores son “aquellas personas o entidades que, en virtud de su situación deficitaria y sus requerimientos de liquidez, ponen a la venta y ofrecen títulos valores, por vía de oferta pública o privada.”⁷³

B.2.2 El demandante de valores

El demandante de valores normalmente se le conoce como el inversionista. Es aquel que desea adquirir los títulos, porque es quien tiene superávit, es decir, exceso de dinero y por eso requiere adquirir valores como una forma de invertirlo.

Para el mercado de valores, el inversionista es aquella “persona física o jurídica que utiliza sus disponibilidades económicas para adquirir acciones o títulos negociables en el mercado financiero. En un concepto más amplio, es toda persona que hace una inversión de caudales.”⁷⁴

Asimismo, se dice que el demandante de valores es la persona física o jurídica que “(...) adquiere los valores negociables, en la totalidad de los casos tanto originaria como derivativamente, con la intervención de un intermediario, apareciendo entonces como su cliente”.⁷⁵

Es decir, es quien utiliza su dinero para adquirir títulos y así impulsa la actividad bursátil con inyección de capital. Por ende, fomenta a los oferentes e intermediarios a crear las posibilidades de inversión, ya que, requiere de los títulos de los oferentes y de los servicios de los intermediarios.⁷⁶

⁷³ Alan Elizondo Medina y José María Pacheco Fonseca, “La intermediación financiera y de valores en el Sistema Jurídica Costarricense” (Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2010), 232.

⁷⁴ Orlando Greco. Diccionario Bursátil y Bancario. Primera Edición. (Buenos Aires, Argentina: Editorial Valletta S.A, 2008), 145.

⁷⁵ Alan Elizondo Medina y José María Pacheco Fonseca, 77.

⁷⁶Ibid., 234.

Al ser una figura tan importante para el funcionamiento del mercado de valores, toma relevancia el principio de protección al inversionista el cual debe ser un pilar del Estado para que se protejan los intereses de los demandantes.⁷⁷ El ente encargado de velar por esta protección es la SUGEVAL, la cual está facultada por el derecho positivo para regular la relación entre los oferentes, demandantes e intermediarios.

B.2.3 El intermediario

Desde una perspectiva general, el intermediario es aquel que sirve de enlace o de mediador entre personas. En este caso, es quien pone en contacto al oferente con el demandante, es decir, lleva la oferta del oferente a los inversionistas para que estos adquieran el producto.

Antes de la aprobación del RIAC en el 2016, no había una definición precisa de los intermediarios de valores, por lo que los tribunales empezaron a tratar dicha figura.

La Sala Constitucional indicó que:

(...) existen dos fases de la función del puesto de bolsa, la de intermediación pura en la compra y venta de títulos, pero también la de asesoría y administración de carteras, esta intermediación bursátil, se ubica en el género del comisionista, pero en la especie del comisionista como mandatario no representativo, porque realiza la negociación en nombre propio, pero por cuenta de su cliente, de lo que se concluye que el intermediario bursátil no está “captando” dinero del público, sino que lo recibe para administrarlo mediante su canalización hacia las empresas o entidades

⁷⁷ Alan Elizondo Medina y José María Pacheco Fonseca, “La intermediación financiera y de valores en el Sistema Jurídica Costarricense” (Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2010), 234.

que utilizan la captación directa, es decir, que el puesto de bolsa no asume un pasivo y por lo tanto, no es deudor del inversionista.⁷⁸

De acuerdo con lo anterior, la figura del intermediario bursátil es la de un simple mandatario no representativo, ya que, realiza sus actos a nombre propio, pero por cuenta ajena y por ello, no asume el riesgo de la inversión, pues este recae sobre el inversionista. Caso contrario a los intermediarios financieros, los cuales sí asumen los riesgos de las transacciones de crédito.

Sin embargo, con la aprobación del RIAC se logra establecer, claramente, quiénes y qué son los intermediarios de valores. Como se mencionó anteriormente, de acuerdo con esta normativa, se consideran intermediarios de valores, solamente, a las sociedades administradoras de fondos de inversión, a los puestos de bolsa y los bancos del sistema bancario nacional. Al respecto, es importante aclarar que los bancos no pueden realizar la actividad de ejecución en bolsa, por cuanto según el principio de concentración establecido en el artículo 23 de la LRMV, esta actividad solo puede ser realizada por los puestos de bolsa.

Es decir, las entidades mencionadas anteriormente, son las únicas autorizadas por la normativa para realizar los servicios de intermediación de valores, entre los cuales está la asesoría de inversión. Es por ello que surge la problemática de la presente investigación, ya que, los asesores de inversión independientes que actualmente están funcionando en el país no están considerados dentro de la normativa y, por ende, no están regulados por ella.

La importancia de regular a quienes realizan servicios de intermediación, es que la complejidad de las transacciones de valores hace necesario que sean realizadas por personas que estén capacitadas para ello y que puedan garantizar que asesoran

⁷⁸ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia de Costa Rica, Recurso de amparo: Resolución 1998-03590 del 29 de mayo del 2012, 13:57 horas (expediente: 97-007781-0007-CO.)

de manera correcta, con el fin de velar por la seguridad y tranquilidad de los inversionistas, cumpliendo con condiciones mínimas de suministro de información.

Solamente los intermediarios autorizados pueden realizar la oferta pública de servicios de intermediación, la cual se entiende como aquel ofrecimiento, expreso o implícito para brindar los servicios mencionados anteriormente. Esta oferta pública se caracteriza por lo siguiente: i) cuando se hace por un medio de difusión masiva y ii) cuando se realiza a más de 50 personas físicas o jurídicas.⁷⁹

Además, aquellos que realicen prestación de servicios de intermediación de valores deben cumplir con las normas de conducta establecidas en la LRMV; conservar la información sobre registro contables, de identidad de clientes, archivos y cualquier comprobante que le permita reconstruir el servicio que prestó o las operaciones que realizó y contar con políticas y procedimientos de atención de quejas y reclamos que presenten los clientes.⁸⁰

Los intermediarios tienen la opción de realizar una subcontratación de servicios de terceros. Este consiste en realizar “cualquier tipo de acuerdo entre el intermediario y un prestador de servicios en virtud del cual este realice un proceso, un servicio o una actividad que en otras circunstancias llevaría a cabo el intermediario.”⁸¹ Es importante mencionar que esta subcontratación no implica una delegación de responsabilidad, es decir, no altera las relaciones o las obligaciones del intermediario con respecto a sus clientes; y tampoco da lugar a que los requisitos para prestar los servicios sean suprimidos, modificados o deteriorados.⁸²

Asimismo, la normativa establece diversos requisitos para la subcontratación, por ejemplo, que el prestador de servicios cuente con la competencia y capacidad para

⁷⁹ Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, “Reglamento de Oferta Pública de Valores”, La Gaceta No. 100 (09 mayo, 2006): artículos 5 y 6, SINALEVI (consultado 9 de noviembre, 2019).

⁸⁰ Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, “Reglamento de Intermediación y actividades complementarias”, La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): artículo 6-8, SINALEVI (consultado 9 de noviembre, 2019).

⁸¹ Ibid., artículo 4.

⁸² Ibid.

realizar las funciones, que esté autorizado o registrado en su país de origen para la prestación del servicio, que gestione adecuadamente los riesgos, que proteja la información confidencial del intermediario y sus clientes, entre otros. Por lo anterior, se requiere que los derechos y obligaciones, tanto del prestador como del intermediario, estén definidos en un contrato de servicios.⁸³

Con respecto a las obligaciones y deberes de los intermediarios, estas están establecidas en la normativa, algunas de ellas son:⁸⁴

1. Clasificación de los inversionistas: recopilar información general sobre el inversionista y contar con políticas y procedimientos para identificarlos y clasificarlos.
2. Aprobación de los productos que se ponen a disposición de los inversionistas: deben contar con una política de análisis y aprobación de productos; y tener a disposición de la Superintendencia los resultados de los análisis, evaluaciones y pruebas.
3. Debida diligencia: para determinar si va a prestar el servicio, el intermediario debe tener en cuenta los riesgos y si se trata de un inversionista Profesional o No Profesional.
4. Documentación de las revelaciones: el intermediario debe documentar las revelaciones o advertencias realizadas al inversionista, para que puedan ser verificadas posteriormente.
5. Distinción de las comunicaciones comerciales: cuando los intermediarios suministren a sus clientes o potenciales clientes, información sobre valores e instrumentos financieros en términos generales, deben advertir que se trata de comunicaciones comerciales, para que no implique asesoría de inversión. Además, la información brindada debe ser imparcial, clara y no engañosa.
6. Publicidad: los intermediarios tienen la obligación de velar porque su publicidad no sea falsa ni induzca a error a los inversionistas.

⁸³ Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, "Reglamento de Intermediación y actividades complementarias", La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): artículo 4, SINALEVI (consultado 9 de noviembre, 2019).

⁸⁴ *Ibíd.*, artículos 9-18.

7. Obligación de perfilar: el intermediario debe perfilar a los inversionistas que contraten sus servicios de asesoría o gestión individual de portafolios. Además, se le debe de informar del resultado al inversionista y los intermediarios deben indicar en sus políticas cómo proceder en caso de que el inversionista no esté de acuerdo con la clasificación que le fue asignada y, por otra parte, definir una política de actualización del perfil.

De acuerdo con lo anterior, el intermediario de valores tiene la responsabilidad de velar por la protección del inversionista y cumplir con lo establecido en la LRMV y demás regulaciones referentes a las actividades de intermediación de valores.

Al ser la asesoría de inversión una actividad de intermediación de valores y el tema central de la presente investigación, en el siguiente apartado se procederá a definir la asesoría de inversión, así como profundizar en las obligaciones, requisitos y sanciones aplicables a la hora de prestar este servicio.

B.3 Asesoría de inversión en Costa Rica

Los únicos que se encuentran autorizados por el RIAC para prestar el servicio de asesoría de inversión son los intermediarios de valores, de acuerdo con lo indicado anteriormente, sin embargo, actualmente existen empresas o personas físicas que están prestando dicho servicio sin estar sujetos a ninguna regulación ni supervisión. Para poder comprender esta problemática, resulta necesario estudiar y analizar la regulación de la actividad de asesoría de inversión según lo establecido en el RIAC.

B.3.1 Definición de asesoría de inversión

El término inversión puede ser definido desde un enfoque jurídico, financiero y económico. Desde el punto de vista jurídico, el término inversión hace referencia al “acto de adquisición de cualquier bien que puede ser objeto del derecho de propiedad”⁸⁵. En un enfoque financiero, se puede entender como “toda suma de dinero que no ha sido consumida por su propietario y que es “colocada” en el

⁸⁵ Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano, *Régimen del Mercado de Valores* (Bogotá, Colombia: Universidad de los Andes, 2018), 284.

mercado en la compra de algún instrumento o activo financiero (plazo fijo, bonos, acciones, etc.), con la esperanza de obtener una renta posterior”⁸⁶. Desde el punto de vista económico, se entiende por inversión “la adquisición de bienes de capital (incluyendo el capital humano), que sirven para producir otros bienes, sean de consumo o capital.”⁸⁷

Además, se puede definir la inversión como:

(...) la colocación de capital o de bienes de valor oneroso, en alguna actividad comercial, a la espera de lucro. Se aprecia que hay tres características intrínsecas al término, es necesario que se aporte algo ya sea dinero, bienes, tiempo, experiencia, propiedad industrial, etc.; que dicho aporte sea realizado a una actividad propia del mercado –para la producción de bienes y/o servicios deseados por los oferentes – y finalmente, que dicho aporte se dé en espera de un aumento del patrimonio del inversionista.⁸⁸

Por otra parte, el término “asesoría” relacionado específicamente con la inversión, se puede definir como “la opinión de un asesor acerca de lo recomendable para el inversionista, según las circunstancias personales y referida a operaciones e instrumentos financieros específicos”.⁸⁹

Es importante mencionar que, en Costa Rica, la LRMV no define la actividad de asesoría de inversión, ni enumera los sujetos autorizados para realizar intermediación de valores. La LRMV únicamente menciona dos categorías de sujetos autorizados para realizar servicios de intermediación, los cuales son: los puestos de bolsa y las sociedades administradoras de fondos de inversión. Además, con una interpretación armónica de la LRMV y las leyes bancarias, específicamente

⁸⁶ Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano, *Régimen del Mercado de Valores* (Bogotá, Colombia: Universidad de los Andes, 2018), 284.

⁸⁷ *Ibid.*

⁸⁸ Tobías Felipe Murillo Jiménez, “Análisis del marco legal Costarricense, obligaciones y figuras subjetivas que intervienen en la inversión de capital privado como método de financiamiento empresarial” (Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2011), 9.

⁸⁹ Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano, 373.

el artículo 116 de la LOSBN, se concluyó que los bancos también están autorizados para prestar servicios de intermediación de valores.

Por lo anterior, urgía crear una normativa con respecto a la intermediación de valores, que llenara ciertas lagunas y a la vez, velara por la protección del inversionista. Es por ello que se promulga el RIAC, en el cual se establece de manera ordenada servicios que los intermediarios estaban autorizados a brindar, entre ellos la asesoría de valores.

Siendo la asesoría de inversión una de estas actividades que constituye intermediación de valores, su definición fue desarrollada en el RIAC, definiéndola como aquella actividad que consiste en:

Brindar recomendaciones personalizadas, las cuales deberán incluir la información necesaria, así como una explicación previa acerca de los elementos relevantes con respecto a una o más operaciones relativas a los valores o instrumentos financieros con el fin de que el cliente tome decisiones informadas.⁹⁰

De la definición anterior, se puede concluir que las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas no se consideran asesoría de inversión. Por ello, para que la asesoría sea personalizada debe de cumplir con las siguientes características:⁹¹

1. Dirigirse a un inversionista específico.
2. Que se realice sobre uno o varios valores o instrumentos financieros y concretos.
3. Se presente como idónea para el inversionista, tomando en consideración su perfil y objetivo.

⁹⁰ Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, "Reglamento de Intermediación y actividades complementarias", La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): artículo 41, SINALEVI (consultado 9 de noviembre, 2019).

⁹¹ Ibid.

En cuanto a los sujetos que pueden brindar el servicio de asesoría de inversión, el RIAC únicamente regula la asesoría de inversión brindada por los intermediarios de valores regulados, dejando a un lado a los asesores de inversión independientes (personas físicas y personas jurídicas), los cuales prestan sus servicios fuera de estos intermediarios de valores.

Dicho lo anterior, para los efectos de esta investigación, se entenderá como asesor de inversión independiente, aquel que presta servicios de asesoría de inversión sin formar parte, de los demás intermediarios de valores regulados.

B.3.2 Requisitos para prestar el servicio de asesoría de inversión

El sujeto, para prestar el servicio de asesoría de inversión, debe ser un intermediario de valores autorizado y supervisado por la SUGEVAL y por ende debe cumplir con los requisitos estructurales establecidos en el artículo 2 del RIAC, los cuales fueron desarrollados en el apartado de intermediarios de valores.

B.3.3 Obligaciones para la prestación del servicio de asesoría de inversión

El asesor con el fin de asesorar adecuadamente al inversionista, debe cumplir con ciertas obligaciones durante la prestación del servicio, dentro de estas se encuentran:⁹²

1. Contar con un contrato en el cual se establezcan los deberes y derechos de las partes.
2. Contar con políticas y procedimientos que aseguren la concordancia entre las recomendaciones y el perfil de sus clientes.
3. Documentar los criterios técnicos en los que basan sus recomendaciones.
4. Informar a los clientes sobre los riesgos y las características de los valores o instrumentos financieros que les recomienden.
5. Desarrollar procedimientos para analizar los valores e instrumentos.

⁹² Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, "Reglamento de Intermediación y actividades complementarias", La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): artículo 42, SINALEVI (consultado 16 de noviembre, 2019)

6. Contar con políticas para darle seguimiento a las recomendaciones que realicen.

En relación con las políticas que deben de implementar los intermediarios para prestar el servicio de asesoría de inversión, una de las más importantes es la política de inversión en la que se establecen los criterios para estructurar portafolios sugeridos para cada perfil, esta política debe ser aprobada por la Junta Directiva.⁹³

Estas políticas deben elaborarse de forma tal que los portafolios se adecúen al perfil del inversionista y a sus objetivos, los cuales pueden variar, lo importante es que el intermediario sea capaz de diferenciar estos objetivos y contar con lineamientos para ajustar los portafolios cuando sea necesario y de acuerdo con una periodicidad.⁹⁴

7. En caso de que el inversionista no profesional decida no contratar el servicio de asesoría de inversión, el asesor de inversión se encuentra obligado a advertirle por escrito al inversionista las implicaciones de no recibir la asesoría y el alcance del servicio que podría brindarle. Esta advertencia debe ser firmada por el cliente y debe brindársele un plazo de 72 horas para que analice las implicaciones al no contratar el servicio.⁹⁵

Además, si el inversionista decide no contratar el servicio de asesoría de inversión, el intermediario no podrá tomar la iniciativa para recomendar la realización de operaciones de ningún tipo.⁹⁶

8. Cuando el inversionista decida apartarse de la asesoría contratada, es decir, quiera invertir en valores o instrumentos que no se ajustan a las políticas de inversión del intermediario, este tiene la potestad de prestar o no el servicio, sin embargo, siempre debe advertir de los riesgos al inversionista y dejar constancia de ello. En estos casos el servicio se limita solamente, a la ejecución de la transacción. Siendo potestad del intermediario ofrecer el

⁹³ Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, "Reglamento de Intermediación y actividades complementarias", La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): artículo 44, SINALEVI (consultado 16 de noviembre, 2019)

⁹⁴ Ibid., artículo 44.

⁹⁵ Ibid., artículo 43.

⁹⁶ Ibid.

servicio de seguimiento de los instrumentos que el inversionista adquirió sin la recomendación del intermediario.⁹⁷

9. En las ocasiones en que el inversionista ya tuviera un portafolio diseñado por otro intermediario, el nuevo intermediario tiene la responsabilidad de analizar si cumple con sus políticas de riesgo internas y realizar los ajustes que sean necesarios de acuerdo con los intereses del cliente. Sin embargo, el cliente podría rechazarlos, por lo que es importante documentar la aceptación o no, para en el futuro sentar responsabilidades.⁹⁸
10. Dar seguimiento a las inversiones del cliente, mediante el análisis de los valores e instrumentos financieros que conforman los portafolios del inversionista, de forma tal que el intermediario pueda detectar los cambios en ellos y brindar nuevas recomendaciones.⁹⁹
11. El intermediario debe suscribir un contrato de servicios con una o más entidades de custodia autorizadas a través de la cual pueda darle seguimiento a los portafolios del inversionista.¹⁰⁰

Las obligaciones mencionadas pretenden velar por el inversionista, para que las recomendaciones se ajusten a su perfil y puedan tomar decisiones informadas y conscientes. Además, ayuda a los intermediarios a contar con un sistema eficiente y seguro, por lo tanto, atraen a más inversionistas dispuestos a participar del mercado de valores.

⁹⁷ Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, “Reglamento de Intermediación y actividades complementarias”, La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016): artículo 45, SINALEVI (consultado 16 de noviembre, 2019)

⁹⁸ Ibid., artículo 46

⁹⁹ Ibid., artículo 47

¹⁰⁰ Ibid., artículo 48

B.3.4 Sanciones y régimen de responsabilidad

La LRMV establece tres tipos de infracciones: i) muy graves, ii) graves y iii) leves, en las que podrán incurrir los intermediarios. Dependiendo del tipo de infracción, se aplicará la sanción que corresponda, estas sanciones pueden ser:¹⁰¹

1. Multas.
2. Suspensión de la realización de actividades.
3. Revocación de la autorización para operar en el mercado de valores.
4. Amonestación pública y/o privada.

También podrán ser sancionados los agentes de bolsa o personas físicas cuya responsabilidad se haya determinado al sancionar una entidad. Dichas sanciones podrán ser:¹⁰²

1. Amonestación privada por infracciones leves.
2. Amonestación pública, por infracciones graves.
3. Multa en caso de infracciones muy graves.

Por otra parte, cuando se trate de un directivo, personero o empleado de una entidad supervisada por la SUGEVAL, se le impondrá las siguientes sanciones:¹⁰³

1. Suspensión en el ejercicio del cargo hasta por un año, en caso de infracciones graves.
2. Separación del cargo e inhabilitación para ejercer cargos de administración en entidad sujetas a la fiscalización de la SUGEVAL, hasta por un plazo de cinco años.

¹⁰¹ Asamblea Legislativa, "Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998". La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículos 157-162, SINALEVI (consultado 23 de abril, 2020).

¹⁰² Ibid., artículo 163

¹⁰³ Ibid.

Para la imposición de las sanciones establecidas en la LRMV, la SUGEVAL o las bolsas de valores deben tomar en cuenta los siguientes criterios:¹⁰⁴

1. Gravedad de la infracción.
2. Amenaza o el daño causado.
3. Intencionalidad.
4. Capacidad de pago.
5. Duración de la conducta.
6. Reincidencia.

En relación con el régimen de responsabilidad de los intermediarios de valores, la LRMV establece la obligación para los puestos de bolsa, de mantener una garantía de cumplimiento, determinada por la SUGEVAL, según el volumen de las actividades y riesgos, con el fin de responder exclusivamente, por las operaciones de intermediación bursátil y demás servicios prestados.¹⁰⁵

Todo lo anterior constituye las características, funciones, deberes, sanciones y definición de la actividad de asesoría de inversión, la cual se ha desarrollado e innovado en los últimos años, con el fin de brindar una mayor protección al inversionista. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, aún hay ciertas problemáticas por resolver en torno a este tema, siendo la principal la prestación del servicio de asesoría de inversión por parte de empresas o personas que no son intermediarios de valores regulados, sean asesores de inversión independientes, los cuales no se encuentran regulados.

B.3.5 Factores que justifican la regulación de los asesores de inversión independientes.

La falta de regulación con respecto a los asesores de inversión independiente provoca una desprotección del inversionista y afecta la transparencia, equidad y eficiencia del mercado de valores. Lo anterior, por cuanto estas personas están

¹⁰⁴ Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”. La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 164, SINALEVI (consultado 23 de abril, 2020).

¹⁰⁵ Ibid., artículo 54, inciso d)

brindando asesoría sin ningún tipo de sujeción a estándares mínimos relacionados a requisitos, obligaciones, conflictos de interés, fiscalización y sanciones. Por lo que no se puede controlar si cuentan con el conocimiento y la capacidad técnica, para prestar de manera adecuada este tipo de servicio.

Un ejemplo de lo anterior es el caso de México, en el que la falta de regulación permitía la realización de ciertas prácticas que perjudicaban los intereses de los inversionistas y el mercado de valores en general. Algunas de estas fueron:¹⁰⁶

1. No se conocía ni determinaba el perfil como inversionista de los clientes: de una muestra de 81,474 clientes personas físicas, 37% carecía, al mes de agosto de 2009, de un perfil de inversión.
2. Falta de diversificación: el 20% de los clientes tenía un nivel de concentración en un solo instrumento de deuda.
3. Abusos y recomendaciones de inversión no realizadas en el mejor interés de la clientela.
4. Falta de consideración de los perfiles de los clientes en la venta de productos financieros.

Por otra parte, en España, la intensificación de la competencia, los avances tecnológicos, la crisis financiera y la creciente sofisticación y complejidad de los productos financieros, hizo visible la necesidad de adoptar cambios regulatorios en la prestación de servicios de inversión. Por cuanto los inversionistas estaban afrontando pérdidas significativas en sus inversiones financieras y existía la sensación de que las entidades financieras estaban actuando sin tener en cuenta los intereses de sus clientes, llevando así a una pérdida de confianza entre los inversionistas y sus proveedores de productos y servicios de inversión.

Es por lo anterior que en España se toma la decisión de aprobar cambios a la Ley del Mercado de Valores, emitir el Real Decreto 217/2008 y posteriormente la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) emite la Circular 10/2008. Estos

¹⁰⁶ Jorge Palacios Goddard y Gloria Fragoso Contreras, "Prácticas de ventas: Marco regulatorio de los servicios de inversión en México" en *Ley Mercado de Valores: Temas Selectos*, 1era ed. (México: Tirant lo Blanch, 2018), 523-524.

cambios propiciaron una mayor protección al inversionista y una mejora sustancial en el funcionamiento del mercado de valores.

Un ejemplo de lo indicado, se observa en la sentencia número 228/2018 de la Sala de lo Contencioso-Administrativo, Sección Tercera, por cuanto, se le revoca la autorización a la empresa de asesoramiento financiero Dragon Partners por incumplimiento de diversos aspectos recogidos en la normativa, entre los cuales están: deficiencias en los mecanismos de seguridad informática del centro de trabajo, débil situación financiera patrimonial, deficiencias en el diseño y la metodología de los test de idoneidad a aplicar a los clientes, deficiencias por la recomendación a los clientes de productos concretos no adecuados a los objetivos, deficiencias en la información a clientes, entre otros.¹⁰⁷ Es decir, gracias a la potestad de supervisión otorgada a la CNMV, los mecanismos, requisitos, obligaciones, sanciones y demás establecidos en la normativa, relativa a la prestación del servicio de asesoría de inversión, es que se ha logrado una mayor protección al inversionista y al mercado en general, ya que, no se permite que empresas que no cumplen con los estándares mínimos sigan brindando dicho servicio, poniendo en riesgo la información confidencial y el dinero de los inversionistas.

Asimismo, en Colombia, la necesidad de regular la actividad de asesoría de inversión, surge del auge de los fenómenos de las estafas piramidales que ponían en riesgo los ahorros de los colombianos. Lo anterior, por cuanto los agentes irregulares se escudaban bajo el título de asesores de inversión para aprovecharse de las necesidades de inversión y de la confianza de los inversionistas para realizar actividades ilícitas y causar un grave daño a sus ahorros.¹⁰⁸

Dado lo anterior y la pérdida de confianza que estaban generando estos agentes irregulares en los mercados financieros, Colombia optó por prohibir la figura del

¹⁰⁷ Sala de lo Contencioso-Administrativo, España, Recurso de Casación: sentencia número 228/2018 del 15 de febrero del 2018, (expediente 2803/2015).

¹⁰⁸ Jaime Rincón, "Asesoría en el mercado de valores como actividad de intermediación de valores en Colombia" en *Régimen del Mercado de Valores: Tomo III Intermediación en el mercado de valores* (Colombia: Universidad de los Andes, 2018), 324.

asesor de inversión independiente y dejar esta actividad únicamente a los intermediarios regulados por la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC).¹⁰⁹

Si bien es cierto que en Colombia se toma una decisión drástica y se prohíbe la figura del asesor de inversión independiente, el caso de Colombia es un claro ejemplo de la importancia de regular la prestación de los servicios de asesoría de inversión, debido al daño que se causa a los inversionistas y al mercado de valores si se permite que estas personas actúen a la libre y sin supervisión alguna.

En el caso de Estados Unidos, la regulación de los asesores de inversión se justificó mayoritariamente en la búsqueda de la eliminación de los conflictos de interés que se pudieran presentar a la hora de brindar el servicio de asesoría de inversión. Lo anterior, por cuanto los estudios y reportes realizados por la Securities and Exchange Commission (SEC), reflejaron una serie de abusos en el mercado de valores, entre ellos la interposición de los intereses de los asesores de inversión sobre los de sus clientes, concluyendo la SEC que los asesores de inversión no podían desempeñar adecuadamente sus funciones a menos que se eliminaran todos los conflictos de interés entre ellos y sus clientes.¹¹⁰

Lo indicado anteriormente no es ajeno a lo que ocurre en Costa Rica , ya que, al no estar regulados los asesores independientes, existen los mismos problemas y preocupaciones, tales como: i) la desprotección de los inversionistas que decidan contratar los servicios de asesoría independiente, ya que, se encuentran expuestos a asesores que no cuentan con la capacidad técnica y el conocimiento necesario para brindar las recomendaciones adecuadas según el perfil del inversionista, lo cual puede conllevar a una pérdida de dinero y de confianza en el mercado de valores; ii) la inequidad entre los participantes del mercado de valores,

¹⁰⁹ Jaime Rincón, "Asesoría en el mercado de valores como actividad de intermediación de valores en Colombia" en *Régimen del Mercado de Valores: Tomo III Intermediación en el mercado de valores* (Colombia: Universidad de los Andes, 2018), 324.

¹¹⁰ U.S. Securities and Exchange Commission, "Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission", (2013), 1. Consultado el 03 octubre 2020 https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

específicamente entre los intermediarios regulados que prestan el servicio de asesoría y los asesores independientes; y iii) la falta de transparencia e información en el mercado de valores, por cuanto los asesores de inversión independiente no se ven obligados a informar a los inversionistas sobre posibles conflictos de interés que podrían influenciar sus recomendaciones.

Ahora bien, dichas problemáticas, en conjunto con la globalización y el aumento del número de inversionistas que participan en los mercados financieros, donde encuentran una gama cada vez más amplia y compleja de servicios e instrumentos financieros, ha hecho evidente la necesidad de regular a los asesores de inversión independiente.

Al respecto, distintos organismos internacionales han establecido una serie de recomendaciones, estándares o principios que ayudan al buen funcionamiento del sistema financiero. En el caso específico de Costa Rica, este se encuentra suscrito a la IOSCO, la cual ha establecido en sus principios la necesidad de regular la prestación del servicio de asesoría de inversión, para fortalecer la protección del inversionista, asegurar la eficiencia, equidad y transparencia del mercado y reducir el riesgo sistemático. Además, estos principios IOSCO introducen una serie de recomendaciones relativos a requisitos, obligaciones, sanciones, conflictos de interés, supervisión y fiscalización, los cuales deben ser adoptados por la normativa costarricense y serán explicados más adelante.¹¹¹

Analizada la importancia de la asesoría de inversión en el mercado de valores y las repercusiones negativas de la falta de regulación de los asesores de inversión, es que surge la necesidad de regular a los asesores de inversión independiente en Costa Rica. Por lo tanto, en el siguiente capítulo se procederá a analizar y definir el instrumento normativo por medio del cual se debe de regular la asesoría de inversión independiente.

¹¹¹ International Organization of Securities Commissions, “Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”, (España: International Organization of Securities Commissions, 2017), 8. Consultado 05 octubre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

Capítulo Segundo: ¿Se puede regular la figura del asesor de inversión independiente con la legislación actual?

Del estudio realizado en el capítulo anterior sobre las generalidades del mercado de valores costarricense, la intermediación de valores y la asesoría de inversión en Costa Rica, se comprueba la falta de regulación de los asesores de inversión independiente y se evidencia la necesidad de regular esta figura; por lo que en este capítulo se procederá a resolver la interrogante sobre cómo se deben regular los asesores de inversión independientes, es decir, si debe ser por vía reglamentaria - a cargo del CONASSIF y la SUGEVAL-, o por vía legal.

Para ello, resulta necesario analizar si la potestad reglamentaria del CONASSIF y de la SUGEVAL es o no es suficiente para regular a los asesores de inversión independientes, esto a la luz de la doctrina, la jurisprudencia nacional y los distintos principios constitucionales.

En primera instancia, resulta importante comprender las generalidades de la potestad reglamentaria, las cuales se explican a continuación:

A. Generalidades de la potestad reglamentaria

El CONASSIF cuenta con potestad reglamentaria por ello es importante definir y conocer el alcance de esta potestad, la cual ha sido desarrollada ampliamente por doctrina y jurisprudencia nacional.

Sobre la potestad reglamentaria, la Sala Constitucional, manifestó lo siguiente:¹¹²

“PRIMERO: La potestad reglamentaria es la atribución constitucional otorgada a la Administración, que constituye el poder de contribuir a la

¹¹² Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad, voto 243-93 del 9 de enero de 1993, 15:45 (expediente 90-001203-0007-CO).

formación del ordenamiento jurídico, mediante la creación de normas escritas (artículo 140 incisos 3 y 18 de la Constitución Política). La particularidad del reglamento es precisamente el ser una norma secundaria y complementaria, a la vez, de la ley cuya esencia es su carácter soberano (solo limitada por la propia Constitución), en la creación del Derecho. Como bien lo resalta la más calificada doctrina del Derecho Administrativo, la sumisión del reglamento a la ley es absoluta, en varios sentidos: no se produce más que en los ámbitos que la ley le deja, no puede intentar dejar sin efecto los preceptos legales o contradecirlos, no puede suplir a la ley produciendo un determinado efecto no querido por el legislador o regular un cierto contenido no contemplado en la norma que se reglamenta. (...).”

De acuerdo con lo anterior, la potestad reglamentaria es una de las manifestaciones típicas de la función administrativa y por ello, se encuentra sometida al principio de legalidad. Esto quiere decir que el ejercicio de esta potestad debe autorizarse por una norma, por lo menos de rango legal, que la disponga de forma explícita o razonablemente implícita.¹¹³

La importancia de esta potestad, radica en que el legislador no puede regular todas las materias detalladamente y que, además, existen ámbitos que parecen propios o están reservados al reglamento, por ejemplo, la organización interna de un órgano y la prestación de servicios.¹¹⁴

Una de las principales ventajas de la potestad reglamentaria es que es habitual, rápida, continua y enfrenta los problemas cotidianos con mayor eficacia. Además, la derogación del reglamento se puede realizar conforme a las exigencias del momento, sin necesidad de acudir al engorroso y prolongado procedimiento legislativo.¹¹⁵

¹¹³ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Recurso de Amparo, voto 1623 - 2008 del 1 de febrero del 2008, 9:14 horas (expediente 07-016552-0007-CO).

¹¹⁴ Ibid.

¹¹⁵ Ibid.

En relación con la competencia de la potestad reglamentaria, como se mencionó anteriormente, la Constitución Política en los artículos 140 incisos 3 y 18 y el numeral 121 inciso 22, dota de potestad reglamentaria al Poder Ejecutivo y a la Asamblea Legislativa respectivamente. Mientras que la del Poder Judicial y el Tribunal Supremo de Elecciones deriva del principio de separación de funciones. Asimismo, en el artículo 6 de la Ley General de la Administración Pública (LGAP) se establece la potestad reglamentaria de los entes descentralizados.¹¹⁶

Por otra parte, la materia objeto del reglamento es, principalmente, la organizativa. Es decir, trata sobre el ámbito interno y propio de la Administración Pública, lo que incluye su organización interna, la relación de servicio y la prestación de los servicios públicos. Además, la regulación reglamentaria también se puede referir a la ejecución, complementación e interpretación de lo dispuesto en la ley. Sin embargo, por vía de reglamento no se puede regular las materias reservadas a la ley.¹¹⁷

A.1 Reglamentos

Ahora bien, dicha potestad se ejerce por medio de la emisión de reglamentos. De acuerdo con Ernesto Jinesta, en el ordenamiento costarricense existen tres clases de reglamentos: i) los ejecutivos, ii) los dictados por órganos constitucionales y los entes públicos descentralizados en materia de su competencia para ejecutar una ley y iii) los autónomos, los cuales a su vez se clasifican en los de organización y los de servicio.¹¹⁸

¹¹⁶ Ernesto Jinesta Lobo, *Reglamento, circulares e instrucciones: como fuente de Derecho Administrativo en Costa Rica*, (Actas del VIII Foro Iberoamericano de Derecho Administrativo, Panamá, 2009), 4-5.

¹¹⁷ Ibid.

¹¹⁸ Ibid., 8.

A.1.1 Reglamentos ejecutivos

Son aquellos que desarrollan, complementan y ejecutan las leyes, dentro de los parámetros que establece la propia ley. Asimismo, regula las relaciones entre los administrados y la Administración Pública. Es decir, por medio de estos reglamentos se busca dar una interpretación y precisión de la ley, para hacer posible su aplicación y su exacta observancia.¹¹⁹

Además, como se mencionó anteriormente, los reglamentos tienen ciertos límites, ya que, no pueden regular aquellas materias o temas que están reservadas exclusivamente a la ley. En el caso de los ejecutivos, deben respetar la jerarquía normativa y los principios generales del derecho, por lo tanto, esta norma al ser reglamentaria no puede atentar contra la Constitución Política ni contra la ley.¹²⁰

A.1.2 Reglamentos dictados por órganos constitucionales y los entes públicos descentralizados en materia de su competencia para ejecutar una ley.

Les corresponde en ocasiones, a los supremos poderes de la República, órganos constitucionales y ciertos entes descentralizados, la ejecución de leyes sectoriales y especiales. Por ello y por las competencias que les han asignado es que tienen la especialidad técnica, experiencia y conocimiento requerido para lograr la ejecución de estas leyes.¹²¹

Para lograr esta ejecución y aplicación de los textos legislativos, se les ha otorgado potestad reglamentaria ejecutiva. Es decir, esta no corresponde exclusivamente al Poder Ejecutivo, ya que, se les atribuye también a otros órganos constitucionales

¹¹⁹ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, Proceso Ordinario: voto 798-2005 del 03 de noviembre del 2005, 8:10 horas (expediente 00-000310-0163-CA).

¹²⁰ Jorge Enrique Romero Pérez, "El Reglamento". *Revista de Ciencias Jurídicas*, No.47 (mayo, 1982): 64.

¹²¹ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Consulta legislativa facultativa: voto 1963-2012 del 15 de febrero del 2012, 13:50 horas (expediente 11-016060-0007-CO).

dotados de una clara independencia y a los entes públicos descentralizados que cuentan con una autonomía política o de gobierno y que se ocupan de ciertos servicios públicos de carácter especializados.¹²²

Como se mencionó anteriormente, la habilitación general para emitir este tipo de reglamentos se encuentra en el artículo 6 de la LGAP, así como en las leyes sectoriales que habilitan expresamente al órgano o ente público menor correspondiente.

A.1.3 Reglamentos autónomos o independientes

Los reglamentos autónomos son aquellos que regulan la organización, competencias y distribución interna del órgano o ente que los dicta. Asimismo, no requieren de una ley previa para que sean dictados y promulgados, es decir se basan en las potestades de imperio de las cuales gozan ciertos órganos administrativos. Al respecto, el artículo 59 de la LGAP indica que: “La distribución interna de competencias, así como la creación de servicios son potestades de imperio, se podrá hacer por reglamento autónomo, pero el mismo estará subordinado a cualquier ley futura sobre la materia”. De acuerdo con este numeral, los ámbitos de regulación de este tipo de reglamento son dos: la organización interna y los servicios, es por ello, que este tipo de reglamento se divide en: reglamentos autónomos de organización y reglamentos autónomos de servicios.¹²³

¹²² Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Consulta legislativa facultativa: voto 1963-2012 del 15 de febrero del 2012, 13:50 horas (expediente 11-016060-0007-CO).

¹²³ Centro de Información Jurídica en Línea, *Reglamento Autónomo*, (San José, C.R.: CIJUL, 2007), 3, consultado 08 de octubre, 2020 <https://cijulenlinea.ucr.ac.cr/2007/reglamento-autonomo/>

A.1.3.1 Reglamentos autónomos de organización

Se caracterizan por ser normas internas de organización administrativa, en donde “el sujeto pasivo es siempre un órgano y no un tercero extraño al Estado o al ente público emisor.”¹²⁴ Estos reglamentos pueden regular la forma en que un órgano puede ejercer sus funciones sobre los particulares, así como crear órganos internos y regular las relaciones entre ellos.¹²⁵

Este tipo de reglamento encuentra fundamento en la potestad de autoorganización del Poder Ejecutivo establecida en el artículo 140 inciso 18 de la Constitución Política. Asimismo, el numeral 121 inciso 22 de la Constitución Política le otorga a la Asamblea Legislativa esa misma potestad.

Por otra parte, el artículo 10 párrafo 1 de la LGAP se refiere a la potestad auto organizativa de los demás órganos constitucionales y los entes públicos menores, en este se indica que:

“El jerarca o superior jerárquico supremo tendrá, además, la representación extrajudicial de la Administración Pública en su ramo y el poder de organizar esta mediante reglamentos autónomos de organización y de servicio, internos o externos, siempre que, en este último caso, la actividad regulada no implique el uso de potestades de imperio frente al administrado. (...)”¹²⁶

Finalmente, es importante indicar que estos reglamentos se tratan de normas de carácter interno que no tienen valor normativo fuera del ámbito en que se dictaron.¹²⁷

¹²⁴ Centro de Información Jurídica en Línea, *Reglamento Autónomo*, (San José, C.R.: CIJUL, 2007), 4, consultado 08 de octubre, 2020 <https://cijulenlinea.ucr.ac.cr/2007/reglamento-autonomo/>

¹²⁵ Ibid.

¹²⁶ Asamblea Legislativa, “Ley 6227 Ley General de la Administración Pública: 2 de mayo de 1978”: artículo 103, SINALEVI (consultado 4 de agosto, 2020).

¹²⁷ Procuraduría General de la República, Dictamen C-140-2012 del 05 de junio del 2012, consultado el 08 de octubre del 2020.

A.1.3.2 Reglamentos autónomos de servicio

Se dice que este tipo de reglamento abarca dos áreas: la del servicio público prestado por las administraciones públicas y la de relación de servicio (o estatutaria) entre la administración pública respectiva y sus funcionarios¹²⁸

La primera se refiere a la potestad que tiene el jerarca para regular la organización en la prestación del servicio público a su cargo, sin necesidad de ley previa; sin embargo, al igual que los reglamentos autónomos de organización, los de servicio encuentran su fundamento en la LGAP, artículo 103.¹²⁹

Es importante indicar que con estos reglamentos se busca ampliar la esfera jurídica del particular por medio de la concesión de derechos y haciendo posible la prestación efectiva del servicio público. Es decir, tienen una incidencia externa y afectan la esfera de los particulares que se relacionan con la Administración.¹³⁰

La segunda área, relativa a la relación de servicio (o estatutaria) regula temas muy variados, entre los cuales están el régimen disciplinario, los permisos, vacaciones, capacitaciones, becas, entre otros. Por último, es relevante indicar que el reglamento autónomo de servicio se encuentra subordinado a cualquier ley futura sobre la materia.¹³¹

¹²⁸ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, Proceso Ordinario: voto 470-2008 del 04 de julio del 2008, 14:40 horas (expediente 96-000279-0177-CA).

¹²⁹ Ibid.

¹³⁰ Ibid.

¹³¹ Tribunal Contencioso Administrativo Sección IV, Proceso Contencioso Administrativo declarado de puro derecho: voto 00084-2019 del 12 de julio del 2019, 10:00 horas (expediente 17-008571-1027-CA).

B. Potestad reglamentaria del CONASSIF

Conceptualizados los tipos de reglamento corresponde analizar y definir qué tipo de reglamento emite el CONASSIF y hasta donde llega su potestad reglamentaria como órgano encargado de aprobar y emitir las normas atinentes a la autorización, regulación, supervisión, fiscalización y vigilancia que deben ejecutar las superintendencias, en este caso específico la SUGEVAL.

La potestad reglamentaria del CONASSIF se deriva de varios incisos del artículo 171 de la LRMV, siendo algunos de estos:

Artículo 171.- Son funciones del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero:

- b) Aprobar las normas atinentes a la autorización, regulación, supervisión, fiscalización y vigilancia que, conforme a la ley, deben ejecutar la Superintendencia General de Entidades Financieras, la Superintendencia General de Valores y la Superintendencia de Pensiones. No podrán fijarse requisitos que restrinjan indebidamente el acceso de los agentes económicos al mercado financiero, limiten la libre competencia ni incluyan condiciones discriminatorias.
- e) Aprobar las normas aplicables a los procedimientos, requisitos y plazos para la fusión o transformación de las entidades financieras.
- f) Aprobar las normas atinentes a la constitución, el traspaso, registro y funcionamiento de los grupos financieros, de conformidad con la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica.
- j) Aprobar las normas generales de organización de las Superintendencias y las auditorías internas.
- n) Aprobar las normas que definan cuáles personas físicas o jurídicas, relacionadas por propiedad o gestión con los sujetos fiscalizados, se considerarán parte del mismo grupo de interés económico, para asegurar una

diversificación adecuada de las carteras y resolver y evitar los conflictos de interés.¹³²

Al respecto, se puede observar que al CONASSIF le corresponde la aprobación de reglamentos relativos al funcionamiento, organización y supervisión del sistema financiero.

A manera de resumen, el proceso de aprobación de normativa por parte del CONASSIF y las distintas Superintendencias, sigue los siguientes pasos:¹³³

1. Identificación del requerimiento legal o necesidad normativa.
2. Desarrollo de proyecto de nuevos reglamentos o modificaciones.
3. Estudio del proyecto de reglamento por parte del CONASSIF.
4. Período de consulta del proyecto a las entidades supervisadas y otros interesados.
5. Segundo estudio, análisis y discusión del proyecto por parte de la Superintendencia y del CONASSIF.
6. Deliberación y votación final del proyecto de reglamento por parte del CONASSIF.

Como se indicó anteriormente, existen tres tipos de reglamentos: los ejecutivos, los autónomos y los dictados en materia de su competencia. En relación con los reglamentos emitidos por el CONASSIF, no constituirán reglamentos ejecutivos, por cuanto estos, según la doctrina, la jurisprudencia constitucional, jurisdiccional y administrativa¹³⁴, únicamente pueden provenir del Poder Ejecutivo, sea el

¹³² Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 171. SINALEVI (consultado el 08 de octubre, 2020)

¹³³ Superintendencia de Entidades Financieras. “Preguntas frecuentes relacionadas con Normativa” (s.f.)
https://www.sugef.fi.cr/ver/contactenos/faqs/Preguntas%20frecuentes%20sobre%20Normativa%20v2.pdf#.X3_GXy9t9QI

¹³⁴ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, Proceso de Conocimiento: voto 1000-2010 del 26 de agosto del 2010, 9:35 (expediente 08-000522-1027-CA).

Presidente de la República y los Ministros de Gobierno.¹³⁵ Asimismo, la Sala Constitucional ha indicado que no es “posible intentar hacer una interpretación extensiva a favor de las otras dependencias públicas”¹³⁶, es importante agregar, que se trata de una potestad autónoma, cuya habilitación está dada en forma genérica en la Carta Magna.

En relación con los reglamentos autónomos y los reglamentos dictados en materia de su competencia para ejecutar una ley, existen dos visiones: la de la Sala Constitucional y la de la Sala Primera, las cuales serán explicadas a continuación.

B.1 Criterio de la Sala Constitucional, sentencia número 17599-2006, de las 15 horas del 6 de diciembre del 2006.

Se hará referencia a la sentencia número 17599-2006 para analizar la posición de la Sala Constitucional, en la que se solicita la declaratoria de inconstitucionalidad del artículo 8 del Reglamento de Auditores Externos y Medidas de Gobierno Corporativo aplicables a los sujetos fiscalizados por SUGEF, SUGEVAL y SUPEN, lo anterior, por establecer un sistema de rotación quinquenal de las empresas auditoras de dichas entidades fiscalizadas.

En dicha resolución, la Sala Constitucional reconoce la existencia de dos tipos de reglamentos para que la administración pública ejerza su potestad normativa, siendo estos el reglamento ejecutivo y el reglamento autónomo, este último lo define como:

(...) aquellos que no se sustentan en una ley previa –de ahí su denominación– y que están referidos a la materia eminentemente administrativa, esto es, a organizar las dependencias administrativas y el funcionamiento de los

¹³⁵ Asamblea Nacional Constituyente, “Constitución Política: del 7 de noviembre de 1949”: artículo 130, SINALEVI (consultado 4 de agosto, 2020).

¹³⁶ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad: voto 17599-2006 del 6 de diciembre de 2006, 15:06 horas (expediente 05-003588-0007-CO).

servicios que presta (*reglamentos de organización y funcionamiento*) (...) debe tenerse en cuenta que su ámbito está circunscrito a la materia **administrativa**, esto es, a los aspectos organizativos de la Administración, en el desempeño de las funciones que le son propias, por lo tanto, regulan la competencia propia de su autor, esto es, organizar y regular la actividad que le ha sido delegada, con la finalidad de lograr un mejor cumplimiento del fin público asignado.¹³⁷

En vista de lo anterior, al no poder emitir el CONASSIF reglamentos ejecutivos, la Sala Constitucional indica que los reglamentos emitidos por esta entidad son autónomos. En este sentido, la Sala Constitucional reconoce que existen límites impuestos al ejercicio de la potestad normativa de la Administración, los cuales son: i) el orden jerárquico, ii) la materia y iii) el no poder regular ni limitar el ejercicio de los derechos fundamentales.¹³⁸

El orden jerárquico se encuentra establecido en el artículo 6 de la LGAP, el cual establece que el ordenamiento jurídico administrativo debe de respetar la jerarquía establecida, sujetándose al principio de legalidad. Este último, se deriva del artículo 11 de la Constitución Política y ha sido definido por la Sala Constitucional como:

(...) una forma especial de vinculación de las autoridades e instituciones públicas al ordenamiento jurídico, a partir de su definición básica según la cual toda autoridad o institución pública lo es y solamente puede actuar en la medida en que se encuentre apoderada para hacerlo por el mismo ordenamiento y normalmente a texto expreso para las autoridades e instituciones públicas solo está permitido lo que esté constitucional y

¹³⁷ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad: voto 17599-2006 del 6 de diciembre de 2006, 15:06 horas (expediente 05-003588-0007-CO).

¹³⁸ Ibid.

legalmente autorizado en forma expresa y todo lo que no les esté autorizado les está vedado (...) ¹³⁹

Asimismo, el artículo 11 de la LGAP, establece que la Administración Pública estará sometida al ordenamiento jurídico y únicamente podrá realizar los actos o prestar los servicios públicos autorizados por el mismo, además, establece que se considerará autorizado el acto regulado expresamente por norma escrita. ¹⁴⁰Es decir, los órganos del Estado no pueden alterar arbitrariamente la escala jerárquica.

El segundo límite, referido a la materia, consiste en que la Administración Pública al estar limitada a su especialidad funcional, conforme a la potestad que le ha sido delegada en virtud del mandato legal, debe utilizar su potestad normativa para “referirse al ámbito exclusivamente administrativo, esto es limitado a la organización y/o funcionamiento interno de la entidad; y no puede exceder el ámbito que le demarca la ley.” ¹⁴¹

El tercer límite, se refiere a la prohibición de la Administración de regular o limitar el ejercicio de los derechos fundamentales, según lo establecido en el artículo 28 de la Constitución Política y 19.2 de la LGAP; sobre este límite se profundizará más adelante.

A pesar de que la Sala Constitucional reconoce dichos límites y de que la potestad normativa del CONASSIF se establece de manera muy general en la LRMV, según lo resuelto en la sentencia de estudio, la Sala Constitucional le concede a esta entidad un margen sumamente amplio para regular; lo cual fundamenta en las relaciones de sujeción especial.

¹³⁹ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Consulta Judicial: voto 1739-1992 del 1 de julio de 1992, 11:45 horas (expediente 90-001587-0007-CO).

¹⁴⁰ Asamblea Legislativa, “Ley 6227 Ley General de la Administración Pública: 2 de mayo de 1978”: artículo 11, SINALEVI (consultado 4 de agosto, 2020).

¹⁴¹ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad: voto 17599-2006 del 6 de diciembre de 2006, 15:06 horas (expediente 05-003588-0007-CO).

De acuerdo con Rojas Franco (citado por CIJUL en Línea):

Las relaciones de sujeción son un instrumento del Estado Social de Derecho que permiten el funcionamiento eficiente de la Administración Pública. Es una categoría jurídica que tiene validez en el ordenamiento jurídico costarricense que permite el fortalecimiento de la posición de la Administración Pública frente al administrado, como consecuencia del desarrollo de una relación jurídica administrativa que crea un espacio jurídico de naturaleza especial. Los derechos fundamentales y sus garantías tendrán una aplicación distinta a la que existe en las relaciones comunes con la Administración, de ahí que, el Estado debe utilizarlo en una forma que no abuse, o sea, que no sea para fines ajenos a la ciudadanía en general, o sea, al interés público, al bienestar general. Lo anterior, a fin de evitar que se violen los derechos fundamentales consagrados en la Constitución Política, o sea, que ese tipo de relación sea inconstitucional.¹⁴²

Por otra parte, López Benítez define las relaciones de sujeción especial como:

(...) aquellas relaciones jurídico-administrativas caracterizadas por una duradera y efectiva inserción del administrado en la esfera organizativa de la Administración, a resultas de la cual queda sometido a un régimen jurídico peculiar que se traduce en un especial tratamiento de la libertad y de los derechos fundamentales, así como de sus instituciones de garantía, de forma adecuada a los fines típicos de cada relación.¹⁴³

Al respecto, la Sala Constitucional en la sentencia bajo estudio, mencionó que en cuanto a las relaciones de sujeción especial hay un trato diverso, ya que, se ha reconocido la potestad normativa e interventora de la Administración para la

¹⁴² Centro de Información Jurídica en Línea, *Relaciones de Sujeción Especial en el Derecho Administrativo*, (San José, C.R.: CIJUL, 2009), 2 consultado 10 de agosto, 2020 <https://cijulenlinea.ucr.ac.cr/2009/relaciones-de-sujecion-especial-en-el-derecho-administrativo/>

¹⁴³ Mariano López Benítez, *Naturaleza y presupuestos constitucionales de las relaciones especiales de sujeción*, (Madrid, España.: Civitas, Universidad de Córdoba, 1994), 161.

consecución de los fines públicos encomendados a las entidades, por lo que se ha entendido que se trata de un ordenamiento sectorial, en tanto está dirigido a aquellos sujetos que tienen un vínculo jurídico con la Administración Pública, derivado de un acto o contrato administrativo de duración a largo plazo que deriva del artículo 14.2 de la LGAP.¹⁴⁴

Asimismo, la Sala Constitucional indicó lo siguiente:

Debemos entender que las mismas se originan con ocasión de una **relación jurídico administrativa** (esto es, en la que son parte la Administración y un particular) sustentadas en un **acto o contrato administrativo de duración o de permanencia en el tiempo** –artículo 14 de la Ley General de la Administración Pública– en tanto no es posible derivar una relación jurídica de un acercamiento esporádico o fugaz, de donde lo requerido es una situación de mayor proximidad con la Administración, que la distingue del resto de la ciudadanía y de ahí la denominación de "especial", pero advirtiéndose que no es necesario que el particular se inserte en la estructura organizacional de la Administración; y la consecuencia inmediata es la generación de un **régimen jurídico distinto, en el que los derechos fundamentales deben ser aplicados e interpretados de manera que permitan a la Administración la consecución del fin público que justifica la existencia misma de esa relación jurídica especial, sin que pueda traducirse en un régimen de privación de libertad** –como su antecesora–. Por ello, más que un **régimen de sujeción especial**, es que debemos entenderlo como un **régimen jurídico especial**, en tanto la primera advocación hace alusión a la definición originaria (de privación o reducción de la libertad personal), que, no es admisible en nuestro sistema jurídico constitucional. El fundamento de este régimen jurídico especial se puede encontrar en la misma Carta Fundamental en tanto reconoce la potestad

¹⁴⁴ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad: voto 17599 -2006 del 6 de diciembre de 2006, 15:06 horas (expediente 05-003588-0007-CO).

normativa independiente de la Administración –artículo 140 inciso 18) de la Constitución Política– y en la doctrina, como derivado directo de la ***dotación de la autonomía administrativa a determinados entes que precisamente la facultan para dictar regulaciones de organización, funcionamiento y de servicio, con total independencia de una ley que las sustente; de manera que estas regulaciones se justifican en la exigencia de la Administración de lograr la eficiencia debida en la gestión pública.***¹⁴⁵

Según la cita anterior, la Sala Constitucional indica que si bien es cierto la limitación del régimen de regulación de los derechos fundamentales se encuentra circunscrito al principio de reserva de ley, estos deben ser interpretados según el fin que persiguen, permitiéndole a la Administración, mediante la promulgación de reglamentos autónomos regular la organización, el funcionamiento y el servicio de todos aquellos sujetos que se encuentren bajo este régimen jurídico especial, lo anterior, sin la necesidad de una ley específica que lo sustente.

Con base en lo anterior es que la Sala Constitucional fundamenta su criterio sobre la potestad normativa del CONASSIF, al respecto la Sala indica lo siguiente:

(...) Así, el inciso b del artículo 171 en cuestión, otorga la potestad de regular, supervisar y fiscalizar, no solo estos mercados y los agentes de dicho mercado, sino también a quienes intervengan indirecta, pero relevantemente en dichos mercados por estar vinculados con la actividad tutelada por ley ya sean valores, pensiones o banca. (...) En consecuencia, resulta absolutamente legítimo estimar que este órgano pueda dictar las regulaciones que estime pertinentes, se reitera, en tanto se circunscriban al ámbito administrativo, esto es, para ordenar la organización interna de ese despacho (*reglamento autónomo de organización y funcionamiento*) y para ordenar el servicio y función pública que realiza (*reglamento de servicio*). Así,

¹⁴⁵ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad: voto 17599 -2006 del 6 de diciembre de 2006, 15:06 horas (expediente 05-003588-0007-CO).

puede legítimamente aprobar regulaciones derivadas de las relaciones de sujeción especial que se originan en la actividad financiera, la cual se concreta entre las Superintendencias Generales (de Entidades Financieras, de Valores y de Pensiones) y las entidades, públicas y privadas que se dedican a esta actividad (entes fiscalizados), esto es, los bancos, los puestos de bolsa y las operadoras de pensiones, en tanto requieren de una autorización de parte de la Administración para poder dedicarse a esta actividad. Lo anterior, por cuanto el agente económico que participa en los mercados financieros (sea valores, pensiones o bancario), no es un agente comercial común y corriente, pues su actuación incide directamente en la estabilidad económica del país y ello a su vez se refleja en la situación política y social del mismo.¹⁴⁶

Según lo anterior, la Sala Constitucional considera que el artículo 171 de la LRMV le otorga las potestades suficientes al CONASSIF para emitir reglamentos autónomos en relación con todos aquellos sujetos con los que mantenga una relación de sujeción especial; por ende la Sala resuelve que el CONASSIF tiene la potestad de emitir el Reglamento de Auditores Externos y Medidas de Gobierno Corporativo, por cuanto si bien es cierto los auditores externos no son entes fiscalizados *per se*, de igual manera intervienen en el sistema financiero.

Como se mencionó anteriormente, la Sala Constitucional le otorga al CONASSIF una amplia potestad normativa, a pesar de que la redacción de la norma que la sustenta es sumamente general. Al respecto es importante mencionar que dicho criterio es distinto al asumido por la Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia en la sentencia número 1000-2010, en la que se solicita la declaratoria de ilegalidad de ciertos artículos del Reglamento General sobre Sociedades y Fondos de Inversión, mediante el cual se exigía el pago de una comisión de salida, por parte de los inversionistas que se retiraban de forma anticipada de un fondo de inversión.

¹⁴⁶ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad: voto 17599 -2006 del 6 de diciembre de 2006, 15:06 horas (expediente 05-003588-0007-CO).

B.2 Criterio de la Sala Primera, sentencia 1000-2010, de las 9 horas 35 minutos del 26 de agosto 2010.

La Sala Primera, en la sentencia de estudio, además, de reconocer la existencia de los reglamentos ejecutivos y autónomos (de organización y de servicio), considera que existe otro tipo de reglamento en virtud de que el legislador le ha conferido a los entes públicos descentralizados, la obligación de reglamentar una ley según su competencia específica y su especialidad según la materia.¹⁴⁷

Esta tercera categoría se caracteriza porque

(...) su ejercicio depende del precepto legal en que se disponga la habilitación incorporada en el cuerpo legal. Dicho de otra manera, como consecuencia del principio de legalidad, la materia que puede ser desarrollada por estas normas es, únicamente, aquella para la cual el legislador le facultó en forma expresa, mediante la asignación de una competencia específica.¹⁴⁸

Es decir, la administración descentralizada dotada de esta potestad reglamentaria, únicamente podrá normar lo que explícitamente le fue autorizado mediante ley, constituyendo un límite adicional a los compartidos con los otros tipos de reglamento.

Esta nueva categoría no se ajusta a las características de los reglamentos ejecutivos, por cuanto no derivan de la facultad constitucional de reglamentar las leyes y no puede abarcar la totalidad de la regulación contenida en la ley. Asimismo, según el artículo 6 de la LGAP, los reglamentos ejecutivos tienen mayor jerarquía que esta nueva categorización, por lo que con ambos tipos de reglamento se puede regular una misma norma, pero prevaleciendo siempre los ejecutivos.¹⁴⁹

¹⁴⁷ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, Proceso de Conocimiento: voto 1000-2010 del 26 de agosto del 2010, 9:35 (expediente 08-000522-1027-CA).

¹⁴⁸ Ibid.

¹⁴⁹ Ibid.

Por otra parte, tampoco se trata de reglamentos autónomos, ya que, su objeto es el de precisar los preceptos normativos establecidos en la ley y no reglamentar solamente la organización y prestación de los servicios que le corresponda.¹⁵⁰

Ahora bien, sobre la potestad reglamentaria del CONASSIF, la Sala Primera interpreta de manera distinta los siguientes criterios expuestos por la Sala Constitucional: i) la Sala Constitucional considera que el CONASSIF solamente puede emitir reglamentos autónomos y ii) la Sala Primera interpreta de forma más restrictiva las relaciones de sujeción especial.

En cuanto a los tipos de reglamento que puede emitir el CONASSIF, la Sala Constitucional en distintos votos ha indicado que los reglamentos de esta entidad son autónomos de servicio, por cuanto su finalidad es regular el servicio de fiscalización que prestan las Superintendencias, la Sala Primera difiere de esta posición, ya que, establece que si bien es cierto algunos reglamentos pueden ser autónomos de servicio, no todos cumplen con sus características.¹⁵¹

Al respecto, la Sala Primera indica:

Resulta innegable que, en la mayoría de los supuestos, los destinatarios de la regulación prudencial son las instituciones fiscalizadas, las cuales, en cuanto a la actividad que realizan, no mantienen ningún vínculo con la Administración Pública más allá de la supervisión a la que se encuentran sometidas. No actúan a nombre y por cuenta de la Administración –cual si fuera un servicio público-, **por lo que no resulta atendible el argumento de que se trata de disposiciones tendientes a normar la prestación de servicios encomendados al Estado**, lo que constituye la materia propia de la categoría reglamentaria en cuestión.¹⁵²

¹⁵⁰ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, Proceso de Conocimiento: voto 1000-2010 del 26 de agosto del 2010, 9:35 (expediente 08-000522-1027-CA).

¹⁵¹ Ibid.

¹⁵² Ibid.

Asimismo, la Sala Primera también indica que:

Debe reconocerse, por el contrario, que la legislación ha delegado en el CONASSIF la regulación de la actividad financiera, otorgándole la competencia específica de emitir reglamentos que imponen la creación, modificación o supresión de situaciones jurídicas de los sujetos fiscalizados, o bien, el desarrollo de un texto legal. En estos casos, se trata de una habilitación legal específica, en los términos consignados en el considerando anterior, que constituye el límite competencial del CONASSIF, siendo que, como se dijo, no se trata de una potestad autónoma y genérica, sino derivada y específica.¹⁵³

Es decir, la Sala Primera considera que el CONASSIF puede emitir dos tipos de reglamentos los autónomos y los derivados de una habilitación legal específica, por lo que resulta importante analizar el contenido legal de la norma para determinar si se trata de una regulación del servicio que prestan las superintendencias, o si se regulan actividades de terceros fuera de la relación jurídica de servicio que los vincula; ya que, de esto dependerá el tipo de reglamento y el régimen jurídico aplicable.

En cuanto a la interpretación de la Sala Primera sobre las relaciones de sujeción especial esta es distinta de la interpretación de la Sala Constitucional, por cuanto la Sala Primera considera que la existencia de una relación de sujeción especial, no varía los límites de la potestad reglamentaria ni la naturaleza jurídica de los reglamentos¹⁵⁴.

En este mismo sentido, la Sala Primera indica que “la existencia de una relación de sujeción especial no viene a sustituir ni a constituir por sí misma, la necesaria

¹⁵³ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, Proceso de Conocimiento: voto 1000-2010 del 26 de agosto del 2010, 9:35 (expediente 08-000522-1027-CA).

¹⁵⁴ Ibid.

cobertura legal para afirmar la existencia de una potestad pública”¹⁵⁵, es decir, las potestades y competencias específicas de la Administración, deben estar previamente establecidas, respetando así el principio de legalidad y los derechos y libertades de los particulares.

En el caso específico, la Sala Primera concluye que los artículos del Reglamento General sobre Sociedades y Fondos de Inversión, en los que se exigía el pago de una comisión por parte de los inversionistas que se retiraban de forma anticipada de un fondo de inversión, son ilegales por cuanto i) se da una extralimitación de la potestad reglamentaria del CONASSIF y ii) se quebranta el principio de reserva de ley.

En relación con el primer punto, la Sala adopta la posición de que el reglamento emitido por el CONASSIF, no se ajusta a los tipos de reglamento ya vistos, por cuanto no puede clasificarse dentro de los reglamentos autónomos de servicio, ya que, las disposiciones de este reglamento regulan aspectos propios del funcionamiento del fondo de inversión y no los servicios que prestan los órganos del BCCR. Al respecto, la Sala indica lo siguiente:

Debe insistirse, mediante un reglamento autónomo de servicio se puede normar la forma en que la Administración presta el servicio y los parámetros bajo los cuales se debe desenvolver su relación prestacional con el usuario, más no una actividad privada, desarrollada por terceros, al margen de si converge un interés público en su prestación.¹⁵⁶

Asimismo, tampoco se trata de un reglamento derivado, por cuanto no existe en la LRMV una habilitación expresa para que el CONASSIF regule la imposición de comisiones sobre los inversionistas. Por otra parte, tampoco se puede hablar de la existencia de una relación de sujeción especial, ya que, el vínculo entre el supervisor

¹⁵⁵ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, Proceso de Conocimiento: voto 1000-2010 del 26 de agosto del 2010, 9:35 (expediente 08-000522-1027-CA).

¹⁵⁶ Ibid.

y el inversionista no puede calificarse de “especial” pues esta no implica una relación permanente y carece de la intensidad que caracteriza estas relaciones.¹⁵⁷

Por último, la Sala Primera considera que el CONASSIF quebranta el principio de reserva de ley, por cuanto para imponer una carga con un contenido similar a una sanción administrativa, se debe realizar por medio de una ley; este tema será analizado a profundidad en la siguiente sección.

Analizados los criterios de la Sala Constitucional y Sala Primera, queda claro que existen distintas interpretaciones sobre el alcance de la potestad reglamentaria del CONASSIF. La Sala Constitucional establece que el CONASSIF en sentido amplio puede emitir reglamentos autónomos y le confiere mayor alcance a esta potestad, basada en las relaciones de sujeción especial. Mientras que la Sala Primera, desde el punto de vista de la legalidad a casos concretos, tiene una visión más restrictiva, ya que, considera que la existencia de una relación de sujeción especial no varía los límites de la potestad reglamentaria.

Actualmente, se puede decir que el criterio que prevalece es el de la Sala Primera , ya que, este se ha seguido aplicando en sentencias posteriores, un ejemplo de ello es la sentencia 1290-2012 de la Sala Primera, en la cual se solicita se declare la nulidad de los artículos del Reglamento sobre Valoración de Instrumentos Financieros que establece la obligación a los proveedores de precios de proporcionar gratuitamente, a las Superintendencias y a las Bolsas de Valores que lo requieran, la totalidad de los precios de los instrumentos financieros. En lo que interesa, la sentencia en cuestión establece lo siguiente:

Todo reglamento tiene como límite el contenido mismo de la ley que reglamenta, aunado a las normas jurídicas de rango legal y constitucional. En el ejercicio de la potestad reglamentaria no se puede, disponer nuevos

¹⁵⁷ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, Proceso de Conocimiento: voto 1000-2010 del 26 de agosto del 2010, 9:35 (expediente 08-000522-1027-CA).

supuestos de aplicación de la ley, regular materias no contempladas en ella y mucho menos, imponerse perjuicios desproporcionados.¹⁵⁸

Asimismo, el Tribunal Contencioso Administrativo también ha adoptado el criterio de la Sala Primera, lo cual se puede observar en la sentencia número 00020-2012, en la que se cuestiona la potestad reglamentaria del CONASSIF y se declara la nulidad de los artículos 5 y 15 incisos c) y d) del Reglamento de Bolsas de Valores. En dichos artículos, se imponía la obligación a las Bolsas de Valores a establecer en su pacto social, la venta entre sus puestos de bolsa, de las acciones que surjan de los puestos a los que se les revoque su autorización o, bien, las acciones que un único puesto de bolsa tenga en exceso sobre el 20% del capital; en un plazo máximo de tres meses y por un precio no menor al que tengan en los libros de la bolsa. De igual forma, establecía restricciones de carácter cuantitativo a la integración general de las Juntas Directivas de las Bolsas de Valores no previstas en el artículo 30 de la LRMV.¹⁵⁹

En virtud del análisis de lo establecido en dichos artículos y de la potestad reglamentaria del CONASSIF, el Tribunal Contencioso Administrativo, indica lo siguiente:

Desde este plano, hay que advertir que en la normativa impugnada los destinatarios de la regulación son las bolsas de valores y los puestos de bolsa que la conforman, mismos que no mantienen vínculo con la administración - salvo la supervisión a que están sujetas- ni tampoco actúan por cuenta de esta, como sucede cuando se está ante la prestación de un servicio público, con lo que no se puede concluir que se trata de un reglamento autónomo del servicio. Estima el Tribunal que la normativa legal es clara al establecer la competencia reglamentaria del CONASSIF, donde de modo expreso se

¹⁵⁸ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, Proceso de Conocimiento: voto 1290-2012 del 11 de octubre del 2012, 9:45 (expediente 09-003366-1027-CA)

¹⁵⁹ Tribunal Contencioso Administrativo Sección Sexta, Proceso de Puro Derecho: resolución 00020-2012 del 1 de febrero del 2012, 14:20 (expediente 11-002877-1027-CA)

indica en el Artículo 171 que "Son funciones del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero... b) Aprobar las normas atinentes a la autorización, regulación, supervisión, fiscalización y vigilancia que, conforme a la ley, debe ejecutar la Superintendencia...". Es decir, que existe una habilitación normativa para emitir reglamentos (que no son ejecutivos ni autónomos), pero que como se dijo en el Considerando anterior, tienen contornos especiales, ya que, la propia habilitación es la que fija el límite competencial de esa potestad.¹⁶⁰

Esto quiere decir que los reglamentos deben respetar el principio de legalidad y de reserva de ley, por cuanto su naturaleza es meramente instrumental, por lo que su función debe limitarse a la interpretación de las disposiciones normativas, desarrollando el contenido de las mismas. Dado lo anterior, en dichas sentencias se recalca que la potestad reglamentaria del CONASSIF está limitada por lo establecido en la ley.

C. Posibilidad de regular la figura del asesor de inversión independiente por vía reglamentaria.

Partiendo de la posición de la Sala Primera sobre la potestad reglamentaria del CONASSIF, conviene analizar si dicha potestad, la cual se deriva de la LRMV, es suficiente para regular la figura del asesor de inversión independiente.

C.1 Regulación de los asesores de inversión independientes por medio de reglamento autónomo o reglamento derivado de habilitación legal expresa.

La posición de la Sala Primera establece que la potestad reglamentaria del CONASSIF se ejecuta por medio de dos tipos de reglamento, sean los autónomos, o los derivados de una habilitación legal expresa, por ello, conviene analizar si la

¹⁶⁰ Tribunal Contencioso Administrativo Sección Sexta, Proceso de Puro Derecho: resolución 00020-2012 del 1 de febrero del 2012, 14:20 (expediente 11-002877-1027-CA)

figura del asesor de inversión independiente se puede regular por medio de alguno de estos.

De acuerdo con lo estudiado anteriormente sobre los reglamentos autónomos, estos quedarían descartados por las siguientes razones:

1. No se trata de regular lo referente a la organización, competencias, distribución interna, ni la organización de la prestación del servicio de los órganos internos del BCCR, sino que se pretende regular una nueva figura, sean los asesores de inversión independientes, resultando incompatible la regulación de esta figura por medio de los reglamentos autónomos.
2. Al no ser los asesores de inversión independientes sujetos fiscalizados, no es posible ampliar el ámbito de competencia de los reglamentos autónomos por medio de la existencia de una relación de sujeción especial. Lo anterior, por cuanto en materia de fiscalización financiera, estas se fundamentan en las relaciones entre el supervisor y los sujetos fiscalizados, más nunca con respecto a terceros, es decir, dichas relaciones de sujeción especial se caracterizan por estar previamente establecidas, ser permanentes e intensas.

Por otra parte, en cuanto a la posibilidad de regular la figura de los asesores de inversión independientes por medio de un reglamento derivado de una habilitación legal expresa, consideramos que la potestad reglamentaria otorgada al CONASSIF, en el artículo 171 de la LRMV, no es suficiente.

Lo anterior, por cuanto si bien es cierto se podría pensar que las facultades establecidas en dicho artículo, específicamente en el inciso b), son lo suficientemente amplias y generales como para regular esta figura, lo cierto es que los reglamentos que puede aprobar el CONASSIF, para la regulación del funcionamiento del mercado valores, se encuentran sujetos a las competencias de los órganos desconcentrados bajo su dirección, en este caso la SUGEVAL.

Por lo tanto, resulta indispensable hacer referencia a las competencias de la SUGEVAL, al respecto el artículo 2 de la LRMV establece lo siguiente:

Artículo 2 - (...) La Superintendencia establecerá, de forma reglamentaria, criterios de alcance general conforme a los cuales se precise si una oferta es pública o privada, así como los mecanismos de acreditación y revelación de información que aplicarán para las segundas, a partir de las condiciones y umbrales que se determinen. (...) **Lo mismo aplicará a la prestación de servicios de intermediación de valores, de conformidad con la definición que establezca la Superintendencia de forma reglamentaria, así como a las demás actividades reguladas en esta ley.**¹⁶¹

Por otra parte, los artículos 3 y 8 inciso k) de la LRMV establecen las siguientes competencias de la SUGEVAL:¹⁶²

Artículo 3.- Creación y funciones

Créase la Superintendencia General de Valores, denominada en esta ley la Superintendencia, como órgano de máxima desconcentración del Banco Central de Costa Rica. La Superintendencia velará por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de la información necesaria para asegurar la consecución de estos fines. Regirá sus actividades por lo dispuesto en esta ley, sus reglamentos y las demás leyes aplicables. **La Superintendencia regulará, supervisará y fiscalizará los mercados de valores, la actividad de las personas físicas o jurídicas que intervengan directa o indirectamente en ellos y los actos o contratos relacionados con ellos, según lo dispuesto en esta ley.**

¹⁶¹ Asamblea Legislativa, "Ley 7732 Ley Reguladora del Mercado de Valores: 17 de diciembre de 1997" La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 2, SINALEVI (consultado 15 de agosto, 2020).

¹⁶² Ibid., artículos 3 y 8.

Artículo 8.- Atribuciones del Superintendente:

(...)

k) Autorizar el funcionamiento de los sujetos fiscalizados y la realización de la oferta pública e informar al Consejo Nacional sobre tales actos.

Si bien es cierto que, en los artículos anteriores, la Ley se refiere a la SUGEVAL como ente regulador; según lo establecido en el artículo 171 de la LRMV, es el CONASSIF el encargado de regular el mercado de valores, delegando en ocasiones, en la SUGEVAL, el desarrollo de ciertos aspectos operativos.

Tal y como se expuso en el capítulo 1 de la presente investigación, la actividad de asesoría de inversión es un servicio de intermediación que actualmente se encuentra regulado en el RIAC, en este caso, lo que se pretende regular es un sujeto y no la actividad en sí, por lo que de acuerdo con estos artículos no estaría dentro de las competencias de la SUGEVAL proponer un reglamento sobre los asesores de inversión independiente y por ende, tampoco estaría facultado el CONASSIF para aprobarlo.

Asimismo, el artículo 8 mencionado, solamente prevé autorizar el funcionamiento de sujetos que ya se encuentren fiscalizados, lo cual no es el caso de los asesores de inversión independientes, por cuanto esta figura ni siquiera está prevista en nuestro ordenamiento jurídico, a pesar de que en la práctica se encuentran prestando sus servicios.

Dicho lo anterior, dado que la potestad del CONASSIF para emitir reglamentos derivados de una habilitación legal expresa se encuentra limitado por lo establecido en los artículos 2, 3, 8 y 171 de la LRMV y en virtud de que estos no lo habilitan para regular nuevos sujetos, como son los asesores de inversión independiente, el CONASSIF no podría regular por medio de este tipo de reglamento a los asesores de inversión independientes.

Es decir, se concluye que la regulación de los asesores de inversión independiente no se puede realizar por vía reglamentaria. Asimismo, resulta necesario analizar los principios de legalidad, reserva de ley y sancionatorio, ya que, estos refuerzan el criterio de que esta figura debe regularse por vía legal.

C.2 Principios de reserva de ley, de legalidad y sancionatorio

Como se mencionó anteriormente, existen varios principios que determinan cómo se debe de regular la figura de los asesores de inversión independientes, siendo estos los siguientes: i) principio de legalidad, ii) principio de reserva de ley y iii) principio sancionatorio.

C.2.1 Principio de legalidad

El principio de legalidad se define como “la obligación que tienen las autoridades federales, estatales y municipales de actuar única y exclusivamente en cumplimiento de las disposiciones legales en vigor.”¹⁶³ En virtud de lo anterior, el principio de legalidad se opone a los actos que no estén autorizados por la ley, a los actos no regulados de forma completa por la ley y a aquellos que estén en contraste con la ley.¹⁶⁴

De igual forma, Karla Pérez indica que:

(...) el principio de legalidad demanda la sujeción de todos los órganos estatales al derecho; en otros términos, todo acto o procedimiento jurídico llevado a cabo por las autoridades estatales debe tener apoyo estricto en una

¹⁶³ Miguel Ángel Durán Parra, “Principio de Legalidad” *El Cotidiano- Revista de la realidad mexicana*, volumen 351 alcance 219 (enero-febrero 2020): 101, Academic Search Ultimate, EBSCOhost (consultado 15 de agosto, 2020).

¹⁶⁴ Roberto Islas Montes, “Sobre el principio de legalidad”, *Anuario de Derecho Constitucional Latinoamericano Año XV, Montevideo (2009)*: 102. Consultado 7 de agosto, 2020 <http://www.corteidh.or.cr/tablas/r23516.pdf>

norma legal, la que, a su vez, debe estar conforme a las disposiciones de fondo y forma consignadas en la Constitución.¹⁶⁵

Es decir, se ha establecido que “se entenderían como inválidos todos los actos realizados por algún ente público que no esté o no vaya conforme a lo dispuesto por la ley.”¹⁶⁶

En Costa Rica, el principio de legalidad deriva del artículo 11 de la Constitución Política:

Artículo 11.- Los funcionarios públicos son simples depositarios de la autoridad. Están obligados a cumplir los deberes que la ley les impone y no pueden arrogarse facultades no concedidas en ella. Deben prestar juramento de observar y cumplir esta Constitución y las leyes. La acción para exigirles la responsabilidad penal por sus actos es pública. La Administración Pública en sentido amplio, estará sometida a un procedimiento de evaluación de resultados y rendición de cuentas, con la consecuente responsabilidad personal para los funcionarios en el cumplimiento de sus deberes. La ley señalará los medios para que este control de resultados y rendición de cuentas opere como un sistema que cubra todas las instituciones públicas.

¹⁶⁷

De igual forma, el artículo 11 de la LGAP, establece que la Administración Pública estará sometida al ordenamiento jurídico y únicamente podrá realizar los actos o prestar los servicios públicos autorizados por el ordenamiento, además, establece que se considerará autorizado el acto regulado expresamente por norma escrita.¹⁶⁸

¹⁶⁵ Karla Pérez Portilla, *Principio de igualdad: alcances y perspectivas* (Universidad Nacional Autónoma de México, 2005), 54.

¹⁶⁶ Miguel Ángel Durán Parra, “*Principio de Legalidad*” *El Cotidiano- Revista de la realidad mexicana*, volumen 351 alcance 219 (enero-febrero 2020): 101, Academic Search Ultimate, EBSCOhost (consultado 15 de agosto, 2020).

¹⁶⁷ Asamblea Legislativa, “Ley 6227 Ley General de la Administración Pública: 2 de mayo de 1978”: artículo 11, SINALEVI (consultado 7 de agosto, 2020).

¹⁶⁸ Ibid.

Sobre este principio la Sala Constitucional ha mencionado lo siguiente:

(...) el principio de legalidad en el estado de derecho postula una forma especial de vinculación de las autoridades e instituciones públicas al ordenamiento jurídico, a partir de su definición básica según la cual toda autoridad o institución pública lo es y solamente puede actuar en la medida en que se encuentre apoderada para hacerlo por el mismo ordenamiento y normalmente a texto expreso para las autoridades e instituciones públicas solo está permitido lo que esté constitucional y legalmente autorizado en forma expresa y todo lo que no les esté autorizado les está vedado (...) ¹⁶⁹

Asimismo, en casos en que se discute la competencia y potestad reglamentaria del CONASSIF, la Sala Primera ha manifestado lo siguiente:

Todo reglamento tiene como límite el contenido mismo de la ley que reglamenta, aunado a las normas jurídicas de rango legal y constitucional. **En el ejercicio de la potestad reglamentaria no se puede, disponer nuevos supuestos de aplicación de la ley, regular materias no contempladas en ella y mucho menos, imponer perjuicios desproporcionados.** El reglamento, se reitera, debe respetar la pirámide jerárquica del ordenamiento jurídico, así como los principios generales del derecho, razón por la cual, en términos generales, su finalidad es suplir las lagunas e imprecisiones de la ley, siempre y cuando se interprete adecuadamente su espíritu. **Mediante un reglamento no se puede innovar la ley, es decir, quebrantarla ya sea permitiendo lo que ella prohíbe, creando obligaciones, deberes o requisitos nuevos o suprimiendo derechos.** Debe tenerse presente que, los reglamentos son de carácter

¹⁶⁹ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Consulta Judicial: voto 1739-1992 del 1 de julio de 1992, 11:45 horas (expediente 90-001587-0007-CO).

secundario, subordinado y complementario en relación con la ley, lo que implica que no puede dejarla sin efecto, contradecirla o suplirla.¹⁷⁰

En este mismo sentido, la Sala Primera ha indicado lo siguiente:

Dicho de otra manera, como consecuencia del principio de legalidad, la materia que puede ser desarrollada por estas normas es, únicamente, aquella para la cual el legislador le facultó en forma expresa, mediante la asignación de una competencia específica. (...) Por ello, la administración descentralizada u órgano adscrito a esta, al que se le asigne esta competencia –la de reglamentar-, únicamente podrá normar aquello para lo cual fue expresamente autorizado en la ley, sometido a las reglas contenidas en la LGAP sobre competencia (artículos 59 y concordantes). (...) En virtud de estos preceptos, los derechos fundamentales no pueden ser objeto de desarrollo a nivel infra legal. Tampoco es factible la imposición de penas, multas, tasas, exacciones o cargas similares, ni puede suplir la ausencia de ley en aquellas materias en donde exista una reserva, relativa o absoluta, a favor de una norma de ese rango. (...) ¹⁷¹

Es decir, el principio de legalidad es una garantía del administrado como imperativo vinculante para las actuaciones u omisiones de la Administración Pública, por lo tanto, al ser el CONASSIF un ente público, sus actuaciones se encuentran supeditadas al principio de legalidad.

De acuerdo con lo anterior y como se analizó previamente, si se parte del supuesto que la figura del asesor de inversión independiente se puede regular vía reglamentaria, se estaría quebrantando el principio de legalidad, por cuanto la LRMV no le otorga dicha potestad al CONASSIF.

¹⁷⁰ Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia, resolución no. 01290-2012 del 11 de octubre de 2012, 09:45 horas (expediente: 09-003366-1027-CA).

¹⁷¹ Ibid.

C.2.2 Principio de reserva de ley

Por otra parte, ligado al principio de legalidad, se encuentra el principio de reserva de ley, el cual puede entenderse como:

La remisión que hace normalmente la Constitución y de forma excepcional la ley, para que sea una ley y no otra norma jurídica la que regule determinada materia. En otras palabras, se está frente a una reserva de ley cuando, por voluntad del constituyente o por decisión del legislador, tiene que ser una ley en sentido formal la que regule un sector concreto del ordenamiento jurídico.¹⁷²

El Tribunal Contencioso Administrativo indica que el principio de reserva de ley implica que únicamente mediante ley emanada del Poder Legislativo, es posible regular y restringir los derechos y libertades fundamentales, todo dentro de las limitaciones constitucionales.¹⁷³ Debido a sus implicaciones, la reserva de ley cumple con una doble función, sea:¹⁷⁴

1. titular los derechos de los ciudadanos contra las intromisiones del Poder Ejecutivo; y
2. ejercer la función democrática, dejando en manos del Poder Legislativo - como representante de mayorías y minorías-, la regulación de ciertas materias.

¹⁷² Miguel Carbonell, "Sobre la reserva de ley y problemática actual", Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Zacatecas, México, No.42 (Abril-Junio, 2000):33.

¹⁷³ Tribunal Contencioso Administrativo, Sección Sexta, sentencia número 245 del 01 de octubre de 2012, 16:00 (expediente: 11-005775-1027-CA).

¹⁷⁴ Miguel Carbonell, 33.

En Costa Rica, el principio de reserva de ley tiene rango constitucional y abarca cuatro ámbitos principales consagrados en la Constitución Política:¹⁷⁵

1. La creación de delitos y penas, en el artículo 39.
2. La creación de tributos, en el artículo 121.
3. La regulación de la libertad o derechos fundamentales de los administrados, en el artículo 28; y
4. La limitación al derecho de propiedad, en el artículo 45.

Para efectos de esta investigación, nos centraremos en el principio de reserva de ley en la regulación de los derechos fundamentales de los administrados. Este principio se consagra en los artículos 28 de la Constitución Política y 19 de la LGAP.

Artículo 28.- Nadie puede ser inquietado ni perseguido por la manifestación de sus opiniones ni por acto alguno que no infrinja la ley. Las acciones privadas que no dañen la moral o el orden público, o que no perjudiquen a tercero, están fuera de la acción de la ley. (...) ¹⁷⁶

Artículo 19.- 1. El régimen jurídico de los derechos constitucionales estará reservado a la ley, sin perjuicio de los reglamentos ejecutivos correspondientes.

2. Quedan prohibidos los reglamentos autónomos en esta materia. ¹⁷⁷

¹⁷⁵ Ernesto Jinesta Lobo, *Reglamento, circulares e instrucciones: como fuente de Derecho Administrativo en Costa Rica*, (Actas del VIII Foro Iberoamericano de Derecho Administrativo, Panamá, 2009), 7.

¹⁷⁶ Asamblea Nacional Constituyente, "Constitución Política: del 7 de noviembre de 1949": artículo 28, SINALEVI (consultado 4 de agosto, 2020).

¹⁷⁷ Asamblea Legislativa, "Ley 6227 Ley General de la Administración Pública: 2 de mayo de 1978": artículo 19, SINALEVI (consultado 4 de agosto, 2020).

En la sentencia N° 3550-92, la Sala Constitucional resumió los aspectos principales del principio de reserva de ley, en referencia con la regulación y limitación de los derechos fundamentales, de la siguiente manera:

(...) **a)** En primer lugar, el principio mismo de reserva de ley, del cual resulta que solamente mediante ley formal, emanada del Poder Legislativo por el procedimiento previsto en la Constitución para la emisión de las leyes, es posible regular y, en su caso, restringir los derechos y libertades fundamentales. Todo, por supuesto, en la medida en que la naturaleza y régimen de estos lo permita y dentro de las limitaciones constitucionales aplicables; **b)** En segundo, que solo los reglamentos ejecutivos de esas leyes pueden desarrollar los preceptos de estas, entendiéndose que no pueden incrementar las restricciones establecidas ni crear las no establecidas por ellas y que deben respetar rigurosamente su “contenido esencial”; y **c)** En tercero, que ni aun en los reglamentos ejecutivos, mucho menos en los autónomos u otras normas o actos de rango inferior, podría válidamente la ley delegar la determinación de regulaciones o restricciones que solo ella está habilitada a imponer; de donde resulta una nueva consecuencia esencial: **d)** Finalmente, que toda actividad administrativa en esta materia es necesariamente reglada, sin poder otorgarse a la Administración potestades discrecionales, porque estas implicarían obviamente un abandono de la propia reserva de ley. (...) ¹⁷⁸

Es decir, los derechos y libertades fundamentales únicamente pueden ser limitados y regulados por vía legal, por lo que toda norma infra legal debe respetar el principio de reserva de ley.

¹⁷⁸ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad: voto 3550-1992 del 24 de noviembre de 1992, 16:00 horas (expediente: 91-000266-0007-CO).

En este sentido, la Sala Constitucional en la sentencia número 5966-2011, manifestó lo siguiente en relación con la potestad de regulación y de supervisión de la SUGEVAL y del CONASSIF:

(...) Afirmar que, con base tan genérica, la SUGEVAL (o el Consejo) tiene la potestad de regular y supervisar el mercado de productos o de comercio y, por consiguiente, de imponerle restricciones a la libertad de comercio que en este se ejerza, de conformidad, a su vez, con las normas y principios establecidos por la Ley Reguladora del Mercado de Valores “*que le sean racionalmente aplicables*”, es una afirmación que no se compadece con el sentido práctico del principio de Reserva de Ley, ni con los artículos 28 y 46 de la Constitución. El legislador, claro está, siempre que no vulnere el contenido esencial de derecho constitucional a regular, puede legítimamente regular y limitar el alcance del derecho constitucional a la libertad de agricultura, industria y comercio en el campo bursátil y de comercio de productos; , pero debe el legislador mismo hacerlo en sus aspectos básicos –como lo hizo con la actividad financiera-, de manera que los destinatarios sepan desde la propia lectura de la Ley, los límites y los requisitos mínimos para dedicarse legítimamente al ejercicio de sus actividades.(...) ¹⁷⁹

De acuerdo con lo anterior, el principio de reserva de ley constituye un límite a la potestad reglamentaria del CONASSIF, por cuanto este no puede limitar ni regular los derechos fundamentales por medio de reglamentos, ya que, esto solamente se puede hacer por vía legal. Esto aplica en el caso de los asesores de inversión independientes, porque al regularlos se limitarían los derechos fundamentales de libertad de empresa o libertad de comercio y la libertad de contratación.

¹⁷⁹ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de inconstitucionalidad: voto 05966-2011 de las 14:30 horas del 11 de mayo de 2011, 14:30 horas (expediente: 09-010478-0007-CO)

Con respecto al principio de libertad de empresa o libertad de comercio, esta deriva del artículo 46 de la Constitución Política, el cual establece lo siguiente:

Artículo 46.- Son prohibidos los monopolios de carácter particular y cualquier acto, aunque fuere originado en una ley, que amenace o restrinja la libertad de comercio, agricultura e industria (...)¹⁸⁰

Al respecto, doctrinariamente se ha establecido que la libertad de empresa consiste en el derecho individual para elegir y realizar cualquier actividad económica que no se encuentre prohibida por el ordenamiento jurídico. Asimismo, es importante mencionar, que, por razones de orden público, el Estado se encuentra facultado para limitar este derecho fundamental, tanto si se trata de la actividad económica directa del Estado, o de la regulación de la actividad económica de los agentes privados, tomando en consideración el principio de reserva de ley mencionado anteriormente.¹⁸¹

En concordancia con lo anterior, la jurisprudencia ha indicado que:

(...) la Libertad de Comercio que existe como garantía fundamental, es el derecho que tiene todo ciudadano para escoger, sin restricciones, la actividad comercial legalmente permitida que más convenga a sus intereses, de manera que ya en ejercicio de esa actividad, la persona debe someterse a las regulaciones que la ley establece(...)¹⁸²

¹⁸⁰ Asamblea Nacional Constituyente, "Constitución Política: del 7 de noviembre de 1949": artículo 46, SINALEVI (consultado 4 de agosto, 2020).

¹⁸¹ Julio Jurado Fernández, "La Jurisprudencia Constitucional y la Regulación del Mercado", *Revista de Ciencias Jurídicas*, No.110 (mayo-agosto, 2006): 61.

¹⁸² Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Recurso de amparo: voto 1901-94 de las 18:36 horas del 20 de abril de 1994, 18:36 horas (expediente: 94-001390-0007-CO)

La libertad de contratación surge del “reconocimiento constitucional del principio y sistema de la libertad, en general, del derecho a la propiedad privada y de la libertad de empresa.”¹⁸³ Asimismo, la Procuraduría General de la República, define la libertad de comercio como:

(...) la facultad que se le otorga al individuo de escoger la materia del contrato, de determinar con quien realiza el acuerdo, de fijar con toda amplitud su contenido, así como el mantener el equilibrio financiero del contrato desde su formación hasta su ejecución y la obligación de respetar las condiciones pactadas, salvo caso fortuito o de fuerza mayor.¹⁸⁴

En este sentido, la Sala Constitucional establece cuatro elementos principales de la libertad de contratación, los cuales son:¹⁸⁵

1. La libertad para elegir al co-contratante;
2. La libertad en la escogencia del objeto mismo del contrato y, por ende, de la prestación principal que lo concreta;
3. La libertad en la determinación del precio, contenido o valor económico del contrato que se estipula como contraprestación; y
4. El equilibrio de las posiciones de ambas partes y entre sus mutuas prestaciones; equilibrio que reclama, a su vez, el respeto a los principios fundamentales de igualdad, razonabilidad y proporcionalidad, según los cuales la posición de las partes y el contenido y alcances de sus obligaciones recíprocas han de ser razonablemente equivalentes entre sí y, además, proporcionadas a la naturaleza, objeto y fines del contrato.

¹⁸³ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad: voto 3495-1992 del 19 de noviembre del 1992, 14:30 horas (expediente: 89-000155-0007-CO).

¹⁸⁴ Procuraduría General de la República, Opinión Jurídica: OJ-053-1999 del 27 de abril de 1999.

¹⁸⁵ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, voto 3495-1992.

Es decir, ambos principios sean, la libertad de empresa y libertad de contratación, se refieren a la libertad que tienen los individuos para elegir la actividad económica que desean realizar, así como la forma de ejecutarla y los sujetos con los que se relacionan. Dicho lo anterior, al regular a los asesores de inversión independientes, se estarían limitando estas libertades por cuanto en la actualidad estos prestan sus servicios, sin limitación y regulación alguna.

Es importante recalcar que dichos límites sí se pueden establecer y no resultan inconstitucionales, sin embargo, se debe de respetar el principio de legalidad y de reserva de ley. Asimismo, como se mencionó anteriormente, dichas limitaciones deben fundamentarse en una razón de orden público. Al respecto, la jurisprudencia de la Sala Constitucional ha indicado que una razón de orden público es “la importancia que una determinada actividad pueda tener para el funcionamiento de la economía nacional”¹⁸⁶.

En el caso de los asesores de inversión independientes, su actividad tiene un gran impacto en los inversionistas y en el mercado de valores en general, por lo que es necesario establecer requisitos y obligaciones mínimos para que las personas físicas o jurídicas que brinden dicha asesoría de manera independiente, sean idóneos y cuenten con el conocimiento técnico necesario, para mejorar la seguridad jurídica del mercado de valores y la protección del inversionista. Es por esto, que es posible y necesario regular esta figura, siempre y cuando se respete el principio de reserva de ley y se realice por vía legal.

C.2.3 Principio sancionatorio

Antes de establecer los aspectos generales y requisitos mínimos que debe contener la legislación sobre el asesor de inversión independiente, resulta importante referirse a la potestad sancionadora, por cuanto la LRMV no prevé un régimen de

¹⁸⁶ Julio Jurado Fernández, “La Jurisprudencia Constitucional y la Regulación del Mercado”, *Revista de Ciencias Jurídicas*, No.110 (mayo-agosto, 2006): 64.

infracciones administrativas que puedan ser aplicadas a otros sujetos que no sean puestos de bolsa o SAFIs.

La potestad sancionadora deriva de la potestad de imperio del Estado, entendida como la facultad de imponer sanciones a quienes incurran en inobservancias de las acciones u omisiones establecidas en el ordenamiento normativo.¹⁸⁷

En consonancia con lo anterior, la Sala Constitucional ha indicado que:

(...) la potestad sancionadora de la Administración se justifica en el ejercicio del ius puniendi estatal que tiene como fundamento el principio de legalidad. Tanto en el campo penal como en el administrativo, el Estado tiene la potestad de castigar ciertas conductas antijurídicas justificadas en la necesidad de tutelar bienes jurídicos de importancia para la colectividad. De esta manera la materia sancionatoria está reservada a la ley, independientemente de si su naturaleza es penal o administrativa. Así lo ha reconocido la jurisprudencia constitucional, nacional y extranjera, en forma reiterada, al aceptar la tesis de que los principios inspiradores del orden penal son aplicables al derecho administrativo sancionador -con ciertos matices- partiendo de la existencia de una afinidad entre el ilícito penal y el ilícito administrativo. En ambas materias, por su naturaleza punitiva, es necesario garantizar la seguridad jurídica, para que tanto el individuo como el Estado, sepan a qué atenerse y cuál es su campo de acción, estableciendo claramente el legislador constituyente que el establecimiento de estas reglas está reservada exclusivamente al legislador.¹⁸⁸

Es decir, al estar sometida la potestad sancionadora al principio de legalidad, se entiende que sus actuaciones son limitadas y por ende siempre estarán sometidas

¹⁸⁷ Hector Jorge Escola, *Compendio de Derecho Administrativo* (Buenos Aires, Argentina: Editorial de Palma, 1984), 207.

¹⁸⁸ Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia, Acción de Inconstitucionalidad: voto 2006-001034 de 1 de febrero del 2006, 14:39 horas (expediente: 00-008825-0007-CO).

al control judicial, para que en caso de que los administrados consideren que la administración ha sobrepasado su ámbito de acción, estos puedan solicitar su derecho de defensa.

En virtud de que la potestad sancionadora deriva del ius puniendi del Estado, con el fin de garantizar los derechos de los administrados, le son aplicables principios tales como reserva de ley, tipicidad, proporcionalidad, legalidad, entre otros; manteniendo así un equilibrio entre la eficiencia de la Administración y el respeto de los derechos fundamentales.¹⁸⁹

Por lo tanto, dado que en la LRMV no se establece una potestad sancionadora aplicable a aquellos participantes del mercado de valores que no se encuentren regulados en dicha ley y que con base en el principio de legalidad y de reserva de ley, el CONASSIF no tiene las potestades suficientes para establecer vía reglamentaria sanciones e infracciones aplicables a los asesores de inversión independientes, dicho régimen sancionatorio debe establecerse por vía legal.

Analizados los aspectos de la presente sección, sean la potestad reguladora del CONASSIF, la jurisprudencia nacional y los principios constitucionales aplicables a la regulación de la figura de los asesores de inversión independientes, se concluye que el CONASSIF no tiene las potestades suficientes para regular vía reglamentaria esta figura y que es por vía legal que se debe de regular a los asesores de inversión independientes.

Es decir, se considera que lo más conveniente es realizar una reforma legal a la LRMV, para que se incluya un apartado relativo a los asesores de inversión independientes. Lo anterior por cuanto no es conveniente la existencia de leyes dedicadas a cada uno de los participantes del mercado de valores, ya que, esto

¹⁸⁹ Tribunal Contencioso Administrativo Sección IX, resolución no. 0002-2010 de 5 de febrero del 2010, 14:25 horas (expediente 05-000025-0163-CA).

podría dificultar la uniformidad de normas aplicables a dicho ámbito y derivar en problemas de interpretación y aplicación de las leyes.

En el siguiente capítulo se procederá a analizar la regulación extranjera sobre la asesoría de inversión y el asesor de inversión independiente, para determinar las mejores prácticas que podrían ser adoptadas por la normativa costarricense. Posteriormente, se realizará una propuesta de regulación del asesor de inversión independiente, tomando en consideración los principios IOSCO y las mejores prácticas de las distintas regulaciones que se estudiarán.

Capítulo tercero: Análisis de la asesoría de inversión y del asesor de inversión independiente en el derecho comparado y propuesta de regulación en Costa Rica

Sección uno: La asesoría de inversión independiente en el derecho comparado.

Se analizará en la presente sección la normativa referente a la asesoría de inversión de México, España, Colombia y Estados Unidos. Dicho análisis resulta de gran importancia, ya que, la normativa costarricense actual cuenta con lagunas en cuanto a la regulación de la asesoría de inversión independiente, por lo que conocer sobre el tratamiento normativo en otros países, nos permitirá desarrollar una propuesta para la regulación de esta figura.

En cada país se realizó un estudio específico sobre: i) la definición de la asesoría de inversión, ii) los requisitos para prestar este servicio, iii) sus obligaciones y iv) las sanciones y el régimen de responsabilidad a los que están sometidos.

A. México

En México, las disposiciones de carácter general sobre la asesoría de inversión emanan de la Ley del Mercado de Valores, la cual fue reformada en el año 2014. Esta ley establece una serie de normas que regulan las actividades de los distintos participantes del mercado de valores -siendo uno de ellos el asesor de inversión- y les exige la observancia de un conjunto de normas de conducta que buscan equilibrar los intereses de dichos participantes y de los inversionistas.¹⁹⁰

El órgano principal que autoriza, regula, supervisa y sanciona los diversos sectores y entidades que participan en el sistema financiero mexicano, es la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (CNBV). El cual es un órgano desconcentrado de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público y tiene como función procurar la estabilidad y el correcto funcionamiento, así como mantener y fomentar el sano y equilibrado desarrollo del sistema financiero, en protección de los intereses del público.¹⁹¹

Por su parte, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público es un órgano del Estado, que tiene como fin “proponer, dirigir y controlar la política del Gobierno Federal en materia financiera, fiscal, de gasto, de ingresos y deuda pública.”¹⁹² Es decir, estas son las principales entidades en esta materia y las encargadas de velar por el correcto funcionamiento del sistema.

¹⁹⁰ Rocío Haydee Robles et al., *Ley del Mercado de Valores. Temas Selectos* (Ciudad de México, México: Editorial Tirant lo Blanch, 2018), 478.

¹⁹¹ Congreso de los Estados Unidos Mexicanos, “Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores: 28 de abril del 1995” artículos 1 y 2, consultado 18 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/46_090318.pdf

¹⁹² Secretaría de Hacienda y Crédito Público. “¿Qué hacemos?” (s.f) Recuperado de <https://www.gob.mx/shcp/que-hacemos>

A continuación, se procederá a analizar cómo se entiende y regula la figura de la asesoría de inversión en México, así como sus requisitos, obligaciones y sanciones a las que se encuentran sujetas aquellas personas que realicen esta actividad.

A.1 Definición de asesoría de inversión

Se entiende como asesoría de inversión en México cuando entidades financieras o asesores de inversión proporcionan

” (...) de manera oral o escrita, recomendaciones o consejos personalizados o individualizados a un cliente, que le sugieran la toma de decisiones de inversión sobre uno o más productos financieros, lo cual puede realizarse a solicitud de dicho cliente o por iniciativa de la propia Entidad financiera o del Asesor en inversiones. En ningún caso se entenderá que la realización de las operaciones provenientes de la Asesoría de inversiones es Ejecución de operaciones, aun cuando exista una instrucción del cliente.”¹⁹³

De la definición anterior, se pueden determinar los siguientes elementos:

1. La asesoría de inversión puede prestarse de manera verbal o escrita, esto por cuanto la normativa considera más importante la recomendación que se le realice al cliente, que la forma en que se preste el servicio; por lo tanto, aunque las recomendaciones se brinden de forma verbal, el asesor de inversión debe de cumplir con la regulación aplicable.¹⁹⁴
2. La asesoría debe ser personalizada, por lo tanto, las sugerencias generales o abstractas no se consideran parte de este servicio.¹⁹⁵

¹⁹³ Comisión Nacional Bancaria y de Valores. “Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión: 9 de enero del 2015” artículo 1, V, consultado 18 de marzo, 2020, <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20carácter%20general%20aplicable%20a%20las%20entidades%20financieras%20y%20demás%20personas%20que%20proporcione%20servicios%20de.pdf>.

¹⁹⁴Rocío Haydee Robles et al., *Ley del Mercado de Valores. Temas Selectos* (Ciudad de México, México: Editorial Tirant lo Blanch, 2018),196.

¹⁹⁵ Ibid.

3. La realización de operaciones que provengan de una asesoría de inversión no se considera ejecución de operaciones, entendida esta como “la recepción de instrucciones, transmisión y ejecución de órdenes, en relación con uno o más valores o instrumentos financieros derivados, estando la entidad financiera obligada a ejecutar la operación exactamente en los mismos términos en que fue instruida por el Cliente”¹⁹⁶

Por otra parte, los asesores de inversión se encuentran definidos en el artículo 225 de la Ley del Mercado de Valores, como:

Artículo 225: Las personas que sin ser intermediarios del mercado de valores proporcionen de manera habitual y profesional servicios de administración de cartera de valores tomando decisiones de inversión a nombre y por cuenta de terceros, así como que otorguen de manera habitual y profesional asesoría de inversión en valores, análisis y emisión de recomendaciones de inversión de manera individualizada, tendrán el carácter de asesores en inversiones.¹⁹⁷

Tal y como se desprende del artículo anterior, resulta importante definir y determinar a los intermediarios del mercado de valores, con el fin de diferenciarlos de los asesores de inversión, ya que, este último se considera un participante diferente al intermediario de valores.

¹⁹⁶ Comisión Nacional Bancaria y de Valores. “Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión: 9 de enero del 2015” artículo 1, IX, consultado 18 de marzo, 2020, <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20carácter%20general%20aplicable%20a%20las%20entidades%20financieras%20y%20demás%20personas%20que%20proporcionen%20servicios%20de.pdf>.

¹⁹⁷ Congreso de los Estados Unidos Mexicanos, “Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores: 28 de abril del 1995” artículo 225, consultado 18 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/46_090318.pdf

Según lo establecido en el artículo 113 de la Ley del Mercado de Valores, los intermediarios del mercado de valores son los siguientes:¹⁹⁸

1. Casas de bolsa.
2. Instituciones de crédito.
3. Sociedades operadoras de sociedades de inversión y administradoras de fondos para el retiro.
4. Sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión y entidades financieras autorizadas para actuar con el referido carácter de distribuidoras.

“En México, las casas de bolsa e instituciones de crédito pueden asesorar sobre estrategias de inversión en particular, o sobre la selección de activos para la conformación de una cartera de inversión como parte del servicio de asesoramiento.”¹⁹⁹

Dicho lo anterior, analizando la regulación mexicana, podemos afirmar que en México sí existe la figura del asesor independiente regulado, por cuanto sujetos distintos a los intermediarios de valores, pueden proporcionar asesoría a los inversores. Lo cual se diferencia de la situación en Costa Rica, por cuanto los asesores de inversión independientes no se encuentran regulados.

Es importante mencionar que, según la normativa mexicana, existe una definición diferente a la que se establece en la presente investigación de los “asesores independientes”, lo anterior por cuanto en la Ley del Mercado de Valores y en las Disposiciones de Carácter General aplicables a las Entidades Financieras y demás

¹⁹⁸ Congreso de los Estados Unidos Mexicanos, “Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores: 28 de abril del 1995” artículo 113, consultado 18 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/46_090318.pdf

¹⁹⁹ Luis Leyva y Gloria Caballero, “El asesoramiento en materia de inversión” en *La protección del inversionista en Iberoamérica*, (Madrid, España: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2014), 142, consultado 19 de marzo, 2020, <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/03-Capitulo-3.pdf>

personas que proporcionen Servicios de Inversión -normativa derivada de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores-, los asesores en inversiones independientes se definen como:

Asesores en inversiones cuyos accionistas, socios, miembros del consejo de administración, así como directivos, apoderados y empleados, no participen en el capital o en los órganos de administración, ni tengan relación de dependencia con las instituciones de crédito, casas de bolsa, sociedades operadoras de fondos de inversión, sociedades distribuidoras de acciones de fondos de inversión o instituciones calificadoras de valores.²⁰⁰

Es decir, en México, los asesores en inversiones independientes, son todos aquellos asesores cuyos accionistas, representantes, apoderados y empleados, no se relacionan con el capital social o con los órganos de administración de los intermediarios del mercado de valores. Mientras que, en la presente investigación, se define a los asesores de inversión independientes, como aquellos que prestan sus servicios de asesoría sin estar relacionados con los intermediarios de valores indicados en el RIAC.

A.2. Requisitos para prestar el servicio de asesoría de inversión

Se establecen en el artículo 225 de la Ley del Mercado de Valores los requisitos que deben cumplir los asesores de inversión para prestar el servicio de asesoría. Estos varían dependiendo de si son personas físicas o personas morales (personas jurídicas).

²⁰⁰ Comisión Nacional Bancaria y de Valores. “Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión: 9 de enero del 2015” artículo 1, IV, consultado 21 de marzo, 2020, <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20carácter%20general%20aplicables%20a%20las%20entidades%20financieras%20y%20demás%20personas%20que%20proporcionen%20servicios%20de.pdf>.

1. Los requisitos para las personas físicas son:²⁰¹
 - a) Registrarse ante CNBV.
 - b) Acreditar que cuentan con honorabilidad e historial crediticio satisfactorio, en los términos de las disposiciones de carácter general que expida la CNBV.
 - c) Contar con la certificación ante un organismo autorregulatorio, conforme al artículo 193 de la Ley del Mercado de Valores.

2. Los requisitos para las personas morales o jurídicas son:²⁰²
 - a) Deberán ser sociedades civiles, sociedades anónimas o sociedades de responsabilidad limitada según lo establecido en la Ley General de Sociedades Mercantiles.
 - b) Prever en su objeto social la realización de las actividades señaladas en la normativa.
 - c) Prever en sus estatutos sociales que en la realización de su objeto el asesor en inversiones deberá ajustarse a lo previsto en la Ley y en las demás disposiciones aplicables.
 - d) Contar con establecimientos físicos destinados exclusivamente a la realización de su objeto social.
 - e) Registrarse ante la CNBV.

Algunos de estos requisitos fueron incorporados con la reforma a la Ley del Mercado de Valores del 2014, ya que, anteriormente los asesores de inversión no tenían la obligación de registrarse ante la CNBV ni estaban sujetos a su supervisión. Este cambio se justificó en buscar una mejor protección de los inversionistas que reciben servicios de dichos profesionales. Sin embargo, hay quienes consideran que por el tipo de servicio que prestan los asesores en inversiones y por el hecho de que no

²⁰¹ Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos, "Ley del Mercado de Valores: 30 de diciembre del 2005" artículo 225, consultado 21 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf

²⁰² Ibid., artículo 225

realizan operaciones de captación de recursos, es cuestionable que deban estar supervisados por la Comisión.²⁰³

Además, es importante tener en cuenta que existen excepciones a la obligación de registrarse ante la CNBV, para las personas que realicen actividades de administración de cartera de valores tomando decisiones de inversión a nombre y por cuenta de terceros, así como que otorguen asesoría de inversión en valores, análisis y emisión de recomendaciones de inversión de manera individualizada, en los supuestos siguientes:²⁰⁴

- a. Que los clientes sean personas que tengan parentesco por consanguinidad o afinidad hasta el cuarto grado; o que sean empleados de quienes brinden estos servicios. Siempre y cuando no realicen publicidad de estos servicios que brindan a personas indeterminadas o por medios masivos de comunicación en territorio mexicano.
- b. Que residan en el extranjero, que no realicen publicidad u ofrecimiento de sus servicios a personas indeterminadas, que no tengan establecimientos físicos en México, ni tengan agentes, comisionistas o cualquier otro tipo de representantes en territorio nacional.
- c. Que presten servicios de administración del patrimonio de fideicomisos, que emitan certificados bursátiles fiduciarios de desarrollo o inmobiliarios en términos de la Ley o de fideicomisos que emitan certificados bursátiles fiduciarios, cuyo fin primordial no sea la inversión en valores y cuyo patrimonio no esté invertido mayoritariamente en valores, en promedio de los últimos seis meses durante la vigencia de la emisión.

Para registrarse ante la CNBV, las personas físicas o jurídicas deben de presentar mediante un escrito libre la solicitud de inscripción en el Registro de Asesores en Inversiones, en el que se brinde la información solicitada.

²⁰³ Rocío Haydee Robles et al., *Ley del Mercado de Valores. Temas Selectos* (Ciudad de México, México: Editorial Tirant lo Blanch, 2018), 482.

²⁰⁴ *Ibid.*, 482-483.

En el caso de personas jurídicas algunos de los requerimientos que se deben de indicar en la solicitud son: i) información básica de sus representantes, ii) indicación de lugar en donde se realizará la actividad, iii) estructura organizacional de la empresa, iv) indicar si alguno de sus accionistas, miembros del consejo directivo o gerentes, es miembro del Consejo de Administración o apoderado de una entidad financiera, o si es socio con una participación mayor al cinco por ciento del capital social y v) presentar un manual de conducta que aplicará a los miembros del consejo de administración, socios y personal.²⁰⁵

Por otra parte, dentro de los requisitos con los que deben de cumplir las personas físicas que deseen registrarse ante la CNBV están: i) reportes de información crediticia que contengan antecedentes de por lo menos cinco años anteriores, ii) indicar si es miembro del Consejo de Administración o apoderado de una entidad financiera, o si es socio con una participación mayor al cinco por ciento del capital social, e iii) indicar los años de servicios profesionales prestados en intermediarios del mercado de valores o en asesores en inversión.²⁰⁶

Por último, tanto personas físicas como jurídicas deben de pagar los derechos de solicitud, análisis e inscripción en el registro para actuar como asesores en inversiones. El monto para las personas físicas es de \$32,180 pesos mexicanos²⁰⁷ y de \$27,902 pesos mexicanos para personas jurídicas.²⁰⁸

²⁰⁵ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, “Requisitos para obtener registro como asesores en inversión: personas morales”. (México: s.f.), 1-3. Consultado 03 setiembre 2020 https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/96434/Requisitos__AEI-Personas-morales.pdf

²⁰⁶ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, “Requisitos para obtener registro como asesores en inversión: personas físicas”. (México: s.f.), 1-2. Consultado 03 setiembre 2020 https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/457083/Requisitos__AEI-Personas_fisicas.pdf

²⁰⁷ *Ibid.*, 2.

²⁰⁸ Comisión Nacional Bancaria y de Valores, “Requisitos para obtener registro como asesores en inversión: personas morales”, 3.

A.3. Obligaciones del asesor de inversión

Dadas las implicaciones de la asesoría de inversión, los asesores deben de cumplir con ciertas obligaciones tanto antes como durante la prestación del servicio. Algunas de estas obligaciones son:

1. Contar con poder suficiente, para girar instrucciones a los intermediarios del mercado de valores e instituciones financieras del exterior, así como para la celebración de operaciones con valores a nombre y por cuenta de sus clientes. O bien, estar autorizados para realizar dichas labores, mediante los contratos celebrados entre el cliente y los intermediarios e instituciones, estipulando las responsabilidades del asesor de inversión.²⁰⁹
2. Las personas físicas y morales deben certificar su calidad técnica, honorabilidad e historial crediticio satisfactorio, ante un organismo autorregulatorio reconocido por la Comisión.²¹⁰
3. Elaborar un perfil del inversionista, para ello el asesor debe solicitar la información necesaria para conocer sobre la situación financiera, capacidad y riesgos por asumir de su cliente. Lo anterior, se debe realizar con base en los elementos establecidos en las Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionan servicios de inversión.²¹¹
4. Elaborar un perfil de los productos, por medio del análisis establecido en las Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionan servicios de inversión.²¹²

²⁰⁹ Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos, “Ley del Mercado de Valores: 30 de diciembre del 2005” artículos 226, consultado 21 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf

²¹⁰ Ibid.

²¹¹ Comisión Nacional Bancaria y de Valores. “Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión: 9 de enero del 2015” artículo 4, consultado 21 de marzo, 2020, <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20carácter%20general%20aplicables%20a%20las%20entidades%20financieras%20y%20demás%20personas%20que%20proporcionen%20servicios%20de.pdf>

²¹² Ibid.

5. Verificar la compatibilidad del perfil del producto con el perfil del inversionista.²¹³
6. Contar con políticas para la diversificación de las carteras de inversión de sus clientes en función de los perfiles de inversión elaborados.²¹⁴
7. Contar con mecanismos o procedimientos determinados por el comité responsable del análisis de los productos financieros para el manejo de dichas cuentas a fin de procurar su progresivo ajuste a la normativa actual.²¹⁵
8. El personal o el propio asesor financiero -en caso de persona física-, debe tener pleno conocimiento del perfil de los productos financieros ofrecidos y del perfil de sus clientes.²¹⁶
9. Capacitar al personal que proporcione asesorías de inversiones sobre las características de los productos financieros y del servicio de inversión que se ofrece; así como comunicar a sus directivos y personal, las políticas con respecto al servicio de asesoría de inversión.²¹⁷
10. Llevar un registro a nombre del cliente respectivo sobre las operaciones con valores que ordenen por cuenta de este, las recomendaciones formuladas y la información obtenida sobre las actividades, servicios y productos financieros que se ofrecen. Además, deben llevar un registro electrónico o físico en el que conste la fecha y hora en que el cliente le hubiere requerido realizar una operación, así como los datos necesarios para identificar los valores materia de cada operación.²¹⁸

²¹³ Comisión Nacional Bancaria y de Valores. “Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión: 9 de enero del 2015” artículo 5, consultado 21 de marzo, 2020, <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20carácter%20general%20aplicables%20a%20las%20entidades%20financieras%20y%20demás%20personas%20que%20proporcione%20servicios%20de.pdf>

²¹⁴ Ibid., artículo 6.

²¹⁵ Ibid., artículo 8.

²¹⁶ Ibid., artículo 9.

²¹⁷ Ibid.

²¹⁸ Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos, “Ley del Mercado de Valores: 30 de diciembre del 2005” artículo 226, inciso II, consultado 25 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf

11. Informar a sus clientes cuando se encuentren en presencia de conflictos de interés, señalándoles expresamente en qué consisten.²¹⁹
12. Presentar a la Secretaría, reportes sobre:²²⁰
 - a. Los actos, operaciones y servicios que realicen con sus clientes.
 - b. Todo acto, operación o servicio que realice o en el que intervenga algún miembro del consejo de administración u órgano equivalente, administrador, directivo, funcionario, empleado o apoderado de los asesores en inversión, que, en su caso, pudiesen contravenir o vulnerar la adecuada aplicación de las obligaciones señaladas en el presente artículo.
13. Designar ante la Comisión a un representante del cumplimiento de las obligaciones establecidas en la LRM.²²¹
14. Resguardar y garantizar la seguridad de la información y documentación sobre sus clientes y sus reportes por al menos cinco años.²²²
15. Contar con sistemas automatizados que ayuden al cumplimiento de las medidas y procedimientos.²²³

Aunado a lo anterior, también existen ciertas prohibiciones a las que están sujetos los asesores de inversión:²²⁴

1. Percibir cualquier tipo de remuneración proveniente de emisoras por la promoción de los valores que emiten o de personas relacionadas con tales emisoras.
2. Percibir cualquier tipo de remuneración proveniente de intermediarios del mercado de valores, nacionales o del extranjero. La presente prohibición no

²¹⁹ Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos, "Ley del Mercado de Valores: 30 de diciembre del 2005" artículo 226, inciso II, consultado 25 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf

²²⁰ Ibid., artículo 226 bis, inciso III.

²²¹ Ibid., artículo 226 inciso IV.

²²² Ibid., artículo 226 bis inciso V.

²²³ Ibid., artículo 226 bis inciso VI.

²²⁴ Ibid., artículo 227.

será aplicable cuando los asesores en inversiones presten servicios de asesoría a intermediarios financieros en carácter de sus clientes.

3. Recibir en depósito, en administración o custodia, o en garantía por cuenta de terceros, dinero o valores que pertenezcan a sus clientes ya sea directamente de estos o provenientes de las cuentas que les manejen, salvo tratándose de las remuneraciones por la prestación de sus servicios.
4. Ofrecer rendimientos garantizados o actuar en contra del interés de sus clientes.
5. Actuar como cotitulares en los contratos de intermediación bursátil de sus clientes.

4. Sanciones y régimen de responsabilidad

Las infracciones cometidas por los asesores de inversión en México, son sancionados i) con multas dinerarias, cuyo monto va a depender del tipo de infracción que realicen y ii) con suspensiones. En el caso de las multas dinerarias, estas se encuentran reguladas en el Capítulo II del Título 15 de la Ley del Mercado de Valores. Entre las infracciones que se mencionan en dicha ley, están las siguientes:

1. Multa de 10,000 a 100,000 días de salario, a:²²⁵
 - a. Quienes incumplan las solicitudes de información y documentación que les soliciten la Secretaría, el Banco de México y la Comisión.²²⁶
2. Multa de 30,000 a 100,000 días de salario, a:²²⁷
 - a. Las personas que realicen la actividad de asesoría de inversión, sin contar con la autorización correspondiente.²²⁸

²²⁵ En México el salario base para el 2020 es de aproximadamente \$5,61 dólares estadounidenses diarios, por lo que esta multa iría de los \$56,100.00 a los \$561,000.00.

²²⁶ Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos, "Ley del Mercado de Valores: 30 de diciembre del 2005" artículo 392 inciso I consultado 25 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf

²²⁷ Esta multa iría de los \$168,300 a los \$561,000.00.

²²⁸ Ibid., artículo 392 inciso III

- b. Quien proporcione o transmita información privilegiada a otras personas, salvo que, por motivo de su empleo, cargo o comisión, la persona a la que se le transmita o proporcione deba conocerla.²²⁹
3. Multa de 30,000 a 150,000 días²³⁰ de salario, a:²³¹
- a. Las personas que realicen la actividad de asesoría de inversión, sin contar con el registro correspondiente.
 - b. Los asesores de inversión que efectúen recomendaciones sobre valores objetos de oferta pública sin sujetarse a los límites máximos establecidos por la Comisión.
 - c. Los asesores en inversiones que proporcionen sus servicios sin contar con las políticas, lineamientos o mecanismos de control interno.
 - d. Los asesores en inversiones que omitan proporcionar a sus clientes información sobre los productos financieros, rendimientos de carteras y costos por los servicios que proporcionen.
 - e. Los asesores en inversiones que omitan grabar o documentar, o bien, conservar dentro del plazo legal establecido, la documentación e información a que se refiere el artículo 226 de la Ley, relativo a la información del cliente, recomendaciones y registros de solicitudes de operaciones.

²²⁹ Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos, “Ley del Mercado de Valores: 30 de diciembre del 2005” artículos 364 y 392, consultado 25 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf

²³⁰ Esta multa iría de los \$168,300 a los \$841,500.00.

²³¹ Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos, “Ley del Mercado de Valores: 30 de diciembre del 2005” artículo 392 inciso vii consultado 25 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf

Por otra parte, según lo establecido en el artículo 393 de la Ley del Mercado de Valores, la Comisión puede remover o suspender por tres meses o hasta cinco años a los asesores en inversiones que:²³²

1. No cuenten con calidad técnica, honorabilidad, o historial crediticio satisfactorio, para desempeñar sus funciones.
2. Incurran en sanciones graves o reiteradas.
3. Las personas que infrinjan los lineamientos, políticas y sistemas establecidos por la Comisión

Asimismo, resulta necesario mencionar que en México no existe un fondo de garantía para los asesores de inversión, ni estos tienen la obligación de contratar un seguro para hacer frente a contingencias legales.²³³

B. España

La CNMV en España es el organismo encargado de la supervisión e inspección del Mercado de Valores y de las actividades que las personas físicas o jurídicas realicen en el mismo, así como de la potestad sancionadora sobre ellas. Por otra parte, “la CNMV vela 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 estos fines.”²³⁴

²³² Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos, “Ley del Mercado de Valores: 30 de diciembre del 2005” artículo 393 inciso I consultado 25 de marzo, 2020, http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf.

²³³ Luis Leyva y Gloria Caballero, “El asesoramiento en materia de inversión” en *La protección del inversionista en Iberoamérica*, (Madrid, España: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2014), 163, consultado 19 de marzo, 2020, <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/03-Capitulo-3.pdf>

²³⁴ Catalina Munita Roncagliolo, “Anexo Fichas resumen del marco regulatorio y autoridades supervisoras por país” en *La protección del inversor en Iberoamérica* (Madrid, España: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2014), 335 consultado 15 de abril, 2020. <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/08-Anexo.pdf>

La normativa actual que regula el Mercado de Valores español es el Real Decreto Legislativo 4/2015 del 23 de octubre, denominado Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante denominado TRLMV), como bien lo indica su nombre, es una reforma a la Ley del Mercado de Valores anterior, la cual tuvo como fin reducir el fraccionamiento del Mercado de Valores y adaptar el sistema a la complejidad actual del mercado.

Por su parte, el TRLMV tiene por objeto la regulación del mercado de valores, servicios y actividades de inversión en España y se refiere, entre otras materias, a los instrumentos financieros, centros de negociación y sistemas de compensación, liquidación y registro de instrumentos financieros, al régimen de autorización y condiciones de funcionamiento de las empresas de servicios y actividades de inversión y al régimen de supervisión, inspección y sanción a cargo de la CNMV.²³⁵

B.1 Definición de asesoría de inversión

El TRLMV no define explícitamente el concepto de asesoría de inversión, únicamente establece en su artículo 140 lo siguiente:

No se considerará asesoría de inversión, las recomendaciones de carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial. Asimismo, tampoco se considerará recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen al público.²³⁶

²³⁵ Ministerio de Economía y Competitividad, "Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores": 23 de octubre del 2015: artículo 1 consultado 15 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

²³⁶ Ibid., artículo 140.

Sin embargo, mediante la Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión de la CNMV, se establecen las características básicas para que la actividad que se brinda sea considerada como asesoría de inversión. Estas características son las siguientes:²³⁷

1. Debe tratarse de una recomendación, es decir, quien presta el servicio debe brindar una opinión, no basta con que solamente brinde información o una explicación general.
2. La recomendación debe ser sobre una o más operaciones relativas a instrumentos financieros concretos.
3. Debe ser personalizada e individualizada, es decir, la recomendación debe basarse en el perfil del inversor.
4. Debe brindarse a través de medios que no estén dirigidos al público en general, es decir, prensa, televisión o radio.

Es decir, “estos elementos pueden resumirse en dos fundamentales: i) que exista una recomendación sobre instrumentos financieros concretos ya sea explícita o implícita y, ii) que la recomendación sea personalizada, es decir, que se presente como idónea al inversor basándose en sus circunstancias personales.”²³⁸

Resulta necesario explicar el concepto de *servicio de inversión* que se presenta en la normativa española, por cuanto dentro de estos servicios, es que se encuentra la asesoría de inversión. Si bien es cierto, el TRLMV no define el concepto de *servicio de inversión*, la doctrina española ha definido estos servicios como “aquellos que tienen como referencia material los valores negociables y los instrumentos financieros”.²³⁹

²³⁷ Comisión Nacional del Mercado de Valores, *Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión* (Madrid, España: 2010), 2 consultado 16 abril 2020. https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf

²³⁸ *Ibid.*, 3.

²³⁹ Carmen Alonso Ledezma et al., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (Valencia, España: Tirant lo Blanch, 2016), 377.

A pesar de que el TRLMV no define los servicios de inversión, sí establece un listado de estos, entre los cuales están:²⁴⁰

1. La recepción y transmisión de órdenes de clientes en relación con uno o más instrumentos financieros.
2. La ejecución de órdenes por cuenta de clientes.
3. La negociación por cuenta propia.
4. La gestión de carteras.
5. La colocación de instrumentos financieros sin base en un compromiso firme.
6. El aseguramiento de instrumentos financieros o colocación de instrumentos financieros sobre la base de un compromiso firme.
7. El asesoramiento en materia de inversión.
8. La gestión de sistemas multilaterales de negociación.
9. La gestión de sistemas organizados de contratación.

En España pueden prestar el servicio de inversión y por ende, el servicio de asesoría (siempre que su programa de actividades lo contemple), las siguientes entidades: i) las Empresas de Servicios de Inversión (ESI), siendo estas: las sociedades de valores, las agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las Empresas de Asesoramiento Financiero (EAFI)²⁴¹; ii) las entidades de crédito, iii) las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC) y iv) las entidades extranjeras autorizadas a prestar estos servicios en territorio español.²⁴²

Las ESI, se definen como “aquellas empresas cuya actividad principal consiste en prestar servicios de inversión, con carácter profesional, a terceros sobre los

²⁴⁰ Ministerio de Economía y Competitividad, “Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores”: 23 de octubre del 2015: artículo 140 consultado 15 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

²⁴¹ Ibid., artículo 143.

²⁴² Luis Leyva y Gloria Caballero, “El asesoramiento en materia de inversión” en *La protección del inversionista en Iberoamérica*, (Madrid, España: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2014), 163, consultado 19 de marzo, 2020, <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/03-Capitulo-3.pdf>

instrumentos financieros señalados en el artículo 2.”²⁴³ Estas empresas tienen tres características importantes: i) que la actividad principal consista en la prestación de servicios de inversión sobre instrumentos señalados en la propia ley, ii) que se presten de manera profesional, lo que las “obliga a contar con una organización y medios adecuados”²⁴⁴; y iii) que deben prestar sus servicios a terceros.²⁴⁵

De las ESI mencionadas anteriormente, las EAFI son las que más se relacionan con la figura del asesor de inversión independiente, por cuanto estas se definen como:

Personas físicas y jurídicas que, de forma habitual y profesional, de acuerdo con lo establecido en el artículo 63.1 g) de la LMV, exclusivamente presten el servicio de asesoramiento en materia de inversión, entendiéndose por tal la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de este o por iniciativa de la empresa, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros señalados en el artículo 2 de la LMV.²⁴⁶

Es decir, el objetivo principal de las EAFI es la especialización en la prestación del servicio de asesoramiento y se encuentran reguladas en el TRLMV, el Real Decreto 217/2008 y en la Circular 10/2008 de la CNMV, es por esto, que en los próximos apartados se profundizará sobre los requisitos, obligaciones y el régimen de responsabilidad y sancionatorio de estas entidades.

Dejando a un lado las ESI, se encuentran las entidades de crédito, estas se definen como “empresas autorizadas cuya actividad consiste en recibir del público depósitos

²⁴³ Ministerio de Economía y Competitividad, “Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores”: 23 de octubre del 2015: artículo 138, consultado 15 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

²⁴⁴ Carmen Alonso Ledezma et al., *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes* (Valencia, España: Tirant lo Blanch, 2016), 379.

²⁴⁵ Ibid.

²⁴⁶ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero.”: norma 1. Consultado el 25 agosto, 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-655-consolidado.pdf>

u otros fondos reembolsables y en conceder créditos por cuenta propia.”²⁴⁷ Son entidades de crédito las siguientes²⁴⁸:

1. Los bancos.
2. Las cajas de ahorro.
3. Las cooperativas de crédito.
4. El Instituto de Crédito Oficial.

Según el artículo 145.1 del TRLMV, aunque las entidades de crédito no se encuentren dentro de las ESI, ni dentro de las actividades de inversión, del TRLMV les da la potestad de prestar los servicios de inversión y los servicios auxiliares.

Por último, se encuentran las sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva (SGIIC). En primer lugar, las instituciones de inversión colectiva se definen como “aquellas que tienen por objeto la captación de fondos, bienes o derechos del público para gestionarlos e invertirlos en bienes, derechos, valores u otros instrumentos, financieros o no, siempre que el rendimiento del inversor se establezca en función de los resultados colectivos.”²⁴⁹ Ahora bien, las sociedades gestoras son las que ejercen las facultades de dominio del fondo, sin ser propietaria del mismo.²⁵⁰

Las SGIIC, se encuentran facultadas para prestar servicios de gestión de carteras, brindar asesoría de inversión y de custodia y administración de participaciones de fondos de inversión.²⁵¹

²⁴⁷ Jefatura del Estado, “Ley 10/24, de 26 de junio, de ordenación, supervisión, y solvencia de entidades de crédito” (España, 2014): artículo 1.1. consultado 17 abril 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-6726>

²⁴⁸ Ibid., artículo 1.2.

²⁴⁹ Ibid., artículo 1.

²⁵⁰ Ibid., artículo 3.

²⁵¹ Ibid., artículo 40.

De acuerdo con lo anterior, en España existen varias entidades que pueden prestar el servicio de asesoría de inversión, sin embargo, dado el objeto y definición de las EAFI, se concluye que solamente estas empresas pueden ser consideradas como asesores de inversión independientes, por ello, se profundizará sobre ellas más adelante.

B.2 Requisitos para la prestación del servicio de asesoría de inversión

Como se mencionó anteriormente, las EAFI son las entidades especializadas en brindar asesoramiento en materia de inversión, por lo que tanto las personas físicas como jurídicas que deseen constituirse como EAFI, deben de cumplir con ciertos requisitos, algunos de ellos son:

- a. Obtener la debida autorización de la CNMV.²⁵²
- b. Inscribirse en el Registro Mercantil y posteriormente en el Registro de la CNMV. Cuando se trate de empresas de asesoramiento financiero que sean personas físicas, bastará con la inscripción en el registro de la CNMV.²⁵³
- c. Tener por objeto social exclusivo el servicio de asesoramiento en materia de inversión.²⁵⁴
- d. Ser transparente sobre la estructura del grupo al que eventualmente pueda pertenecer la entidad, o de la existencia de vínculos estrechos con otras empresas de servicios de inversión u otras personas físicas o jurídicas que impidan el ejercicio efectivo de las funciones de supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.²⁵⁵

²⁵² Ministerio de Economía y Competitividad, "Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores": 23 de octubre del 2015: artículo 144 consultado 17 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

²⁵³ Ibid., artículo 150.

²⁵⁴ Comisión Nacional del Mercado de Valores, "Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero.": norma 1. Consultado el 29 agosto, 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-655-consolidado.pdf>

²⁵⁵ Ministerio de Economía y Competitividad, artículo 155.

- e. Las personas jurídicas deben de contar con un capital inicial mínimo de 50.000 euros, caso contrario, deberán de contratar el Seguro de Responsabilidad Civil Profesional (SRCP), tener algún otro aval o garantía, o combinar capital inicial con el SRCP.²⁵⁶ Por otra parte, las personas físicas deben de contratar el SRCP o cualquier otro aval o garantía.²⁵⁷
- f. La organización administrativa y contable de la entidad debe ser suficiente y eficiente, así como sus medios humanos y técnicos y sus procedimientos de control interno.²⁵⁸
- g. Deben presentar ante la CNMV un plan de negocios que acredite su viabilidad.²⁵⁹

Con respecto a las personas jurídicas, se establecen requisitos adicionales tales como:

1. Contar con un concejo de administración, cuyos directivos deben de tener los conocimientos y experiencia necesaria para el ejercicio de sus funciones.²⁶⁰
2. Identificar a los socios directos o indirectos de la compañía y verificar la capacidad e idoneidad de aquellos que tengan una participación significativa en el capital social.²⁶¹

²⁵⁶ Ministerio de Economía y Competitividad, “Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero”, artículo 15.e.1.

²⁵⁷ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero.”: norma 3.1.b. Consultado el 25 agosto, 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-655-consolidado.pdf>

²⁵⁸ Ministerio de Economía y Competitividad, “Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores”: 23 de octubre del 2015: artículo 157 consultado 17 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

²⁵⁹ Ministerio de Economía y Competitividad, “Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero” artículo 21.1.

²⁶⁰ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero.”: norma 3.1.e. Consultado el 25 agosto, 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-655-consolidado.pdf>

²⁶¹ Ibid., norma 3.1.f.

Por otra parte, las personas físicas deberán cumplir con los siguientes requisitos adicionales:²⁶²

1. Tener capacidad legal para ejercer el comercio.
2. Tener su residencia en España.

Para solicitar la autorización ante la CNMV, es necesario presentar el Manual de Solicitud de Autorización de EAFI, del cual hay dos versiones, una para personas físicas y otro para personas jurídicas. En dichos manuales se solicita la información necesaria para verificar el cumplimiento de los requisitos mencionados anteriormente.

En el manual para personas jurídicas se debe de proporcionar información referente a: i) solicitud de autorización, procedimiento de constitución, estatutos sociales y requisitos financieros, ii) órgano de administración, iii) estructura accionarial y de grupo, iv) programa de actividad (en donde debe incluir los productos y clientes sobre los que prestará el servicio de asesoría), v) estructura organizativa y medios materiales y vi) normas de conducta y relaciones con la clientela.²⁶³

Por último, en el manual para personas físicas se debe de completar la misma información requerida para personas jurídicas, exceptuando la información referente al órgano de administración y sobre la estructura accionarial y de grupo.²⁶⁴

Asimismo, el empresario individual deberá informar a la CNMV, su trayectoria y actividad profesional, por lo cual, la Comisión podrá valorar estas condiciones

²⁶² Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero.”: norma 3.1.c. Consultado el 25 agosto, 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-655-consolidado.pdf>

²⁶³ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Manual Solicitud de Autorización de Empresas de Asesoramiento Financiero (Personas Jurídicas)” (España: s.f.), 2.

²⁶⁴ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Manual Solicitud de Autorización de Empresas de Asesoramiento Financiero (Personas Físicas)” (España: s.f.), 2.

tomando en consideración los títulos y certificaciones acreditativas con los que cuenta el profesional.²⁶⁵

B.3 Obligaciones del asesor de inversión

En la prestación del servicio de asesoramiento, el sujeto que lo realiza debe cumplir con las obligaciones establecidas en la normativa, para que dicho servicio sea prestado de la mejor manera y sin perjuicios para los clientes. Algunas de estas obligaciones son:

1. Presentar un plan de negocios en el que se indique el tipo de productos sobre los que se prestará el servicio, en referencia con el grupo financiero, emisor o comercializador del que proceda, en caso de ser conocido, canales de comercialización a utilizar para el desarrollo de la actividad, ingresos y tipos de clientes a los que se dirigirá la actividad.²⁶⁶
2. Presentar un programa de actividades en el que conste el servicio de asesoramiento de inversiones y en su caso, los servicios auxiliares legalmente previstos, indicando sobre qué instrumentos se van a prestar.²⁶⁷
3. Respetar las normas de conducta contenidas en el TRLMV, los códigos de conducta que apruebe el Gobierno y los reglamentos internos de conducta.²⁶⁸
4. Contar con un reglamento interno de conducta.²⁶⁹
5. Contar con un folleto informativo de tarifas.²⁷⁰
6. Contar con un departamento o servicio especializado de atención al cliente para atender o resolver quejas.²⁷¹

²⁶⁵ Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero.”: norma 3.1.e. Consultado el 25 agosto, 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-655-consolidado.pdf>

²⁶⁶ Ibid., norma 3.1.g.

²⁶⁷ Ibid., norma 3.1.i.

²⁶⁸ Ministerio de Economía y Competitividad, “Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores”: 23 de octubre del 2015: artículo 202.1 incisos a, b y c consultado 17 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

²⁶⁹ Comisión Nacional del Mercado de Valores, norma 3.1.k.

²⁷⁰ Ibid., norma 3.1.l.

²⁷¹ Ibid., norma 2.1.c.

7. Contar con un reglamento para la defensa del cliente.²⁷²
8. Registrar ante la CNMV los agentes contratados para la prestación de servicios de inversión.²⁷³
9. Remitir un informe anual a la CNMV.²⁷⁴
10. Llevar un registro de todos los servicios, actividades y operaciones que realicen.²⁷⁵
11. Notificar a sus clientes el hecho de que se grabarán las comunicaciones o conversaciones telefónicas.²⁷⁶
12. Clasificar a sus clientes en minoristas (aquellos que no son profesionales) y profesionales.²⁷⁷
13. Actuar con honestidad, imparcialidad y profesionalidad, en el mejor interés de sus clientes.²⁷⁸
14. Organizarse y adoptar medidas para prevenir, detectar y gestionar posibles conflictos de interés entre sus clientes, la propia empresa o su grupo,²⁷⁹ y los causados por la recepción de incentivos de terceros o por la propia remuneración de la empresa de servicios de inversión y otras estructuras de incentivos. Debiendo comunicarle al cliente la naturaleza y origen del conflicto, así como las medidas para mitigar el riesgo, únicamente cuando estas no sean suficientes para garantizar que se prevendrán los riesgos de perjuicio para los intereses del cliente.²⁸⁰

²⁷² Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero.”: norma 3.1.m. Consultado el 25 agosto, 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-655-consolidado.pdf>

²⁷³ Ministerio de Economía y Competitividad, “Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores”: 23 de octubre del 2015: artículos 146 y 147, consultado 17 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

²⁷⁴ Ibid., artículo 192.

²⁷⁵ Ibid., artículo 194, inciso 1.

²⁷⁶ Ibid., artículo 194, inciso 2.b.

²⁷⁷ Ibid., artículo 203.

²⁷⁸ Ibid., artículo 208.

²⁷⁹ Ibid., artículo 208 bis.

²⁸⁰ Ministerio de Economía y Competitividad, “Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero” artículo 61, consultado 20 abril 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2008/BOE-A-2008-2824-consolidado.pdf>

15. Mantener, en todo momento, informados a sus clientes. La información dirigida a los clientes, incluida la de carácter publicitario, deberá ser imparcial, clara y no engañosa.²⁸¹
16. Informar al cliente, con suficiente antelación, si el asesoramiento se presta de forma independiente o no; si el asesoramiento se basa en un análisis general o más restringido de los diferentes tipos de instrumentos financieros y, en particular, si la gama se limita a instrumentos financieros emitidos o facilitados por entidades que tengan vínculos estrechos con la empresa de servicios de inversión, o bien cualquier otro tipo de relación jurídica o económica, como por ejemplo contractual, que pueda mermar la independencia del asesoramiento facilitado; y si la empresa de servicios proporcionará al cliente una evaluación periódica de la idoneidad de los instrumentos financieros recomendados.²⁸²
17. Proporcionar al cliente en un soporte duradero, informes adecuados sobre el servicio prestado.²⁸³
18. Asegurarse que disponen de toda la información necesaria sobre sus clientes.²⁸⁴ Además, obtener la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente o posible cliente en el ámbito de inversión, correspondiente al tipo concreto de producto o servicio, su situación financiera, incluida su capacidad para soportar pérdidas y sus objetivos de inversión, incluida su tolerancia al riesgo, con el fin de que la empresa pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que sean idóneos para él.²⁸⁵
19. Asegurar y demostrar a la CNMV, previo requerimiento, que las personas físicas que prestan asesoramiento o proporcionan información sobre instrumentos financieros, servicios y actividades de inversión o servicios

²⁸¹ Ministerio de Economía y Competitividad, “Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero” artículo 209, consultado 20 abril 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2008/BOE-A-2008-2824-consolidado.pdf>

²⁸² Ibid., artículo 77.1.a.

²⁸³ Ibid., artículo 158 y 211.

²⁸⁴ Ibid., artículo 212.

²⁸⁵ Ibid., artículo 213.

auxiliares a clientes en su nombre disponen de los conocimientos y las competencias necesarias.²⁸⁶

20. Deberá disponer de procedimientos administrativos y contables adecuados, mecanismos de control interno, técnicas eficaces de valoración del riesgo y mecanismos eficaces de control y salvaguardia de sus sistemas informáticos.²⁸⁷

La finalidad de estas obligaciones es instaurar un modelo seguro y efectivo de la prestación de los servicios de inversión. Todo ello, con vista en la protección de los participantes del Mercado de Valores. Además, es importante mencionar que los requisitos y las obligaciones indicadas anteriormente, deben ser cumplidas en todo momento y en caso de incumplimiento hay distintas sanciones en el ordenamiento español que podrían ser aplicadas a los infractores, las cuales serán explicadas a continuación.

B.4 Sanciones y régimen de responsabilidad

La CNMV es el ente encargado de imponer las sanciones a las ESI y por ende a las EAFI, dependiendo de las infracciones cometidas. Estas infracciones se clasifican en leves, graves o muy graves y se encuentran reguladas en el Capítulo IV del Título 9 del TRLMV. Algunas infracciones se dan por el incumplimiento de:

1. La obtención de autorizaciones exigidas.²⁸⁸
2. Las obligaciones de transparencia e integridad del mercado.²⁸⁹
3. Medidas de organización o control interno.²⁹⁰

²⁸⁶ Ministerio de Economía y Competitividad, “Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero” artículo 220 sexies, consultado 20 abril 2020. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2008/BOE-A-2008-2824-consolidado.pdf>

²⁸⁷ Ibid., artículo 30 ter.

²⁸⁸ Ministerio de Economía y Competitividad, “Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores”: 23 de octubre del 2015: artículo 278 y 291 consultado 17 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

²⁸⁹ Ibid., artículos 282 y 295.

²⁹⁰ Ibid., artículos 284 y 297.

4. La obligación de información y protección al inversor.²⁹¹
5. Las medidas adoptadas por la CNMV en el ejercicio de su potestad supervisora, inspectora y de control.²⁹²

Estas infracciones tienen un plazo de prescripción de cinco años, para las infracciones graves y muy graves y de dos años para las infracciones leves.²⁹³

En relación con las sanciones, como se mencionó anteriormente, existen las sanciones por infracciones muy graves, graves y leves. Algunos ejemplos de estas por infracciones muy graves son los siguientes:

1. Multas pecuniarias.²⁹⁴
2. Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores, durante un plazo no superior a cinco años.²⁹⁵
3. Revocación de la autorización como ESI.²⁹⁶
4. Inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en empresas de servicios y actividades de inversión, por un plazo no superior a diez años o de forma permanente, en caso de infracciones cometidas de forma reiterada.²⁹⁷
5. Amonestación pública en el Boletín Oficial del Estado, en el que se indicará la persona responsable y el carácter de la infracción.²⁹⁸

²⁹¹ Ministerio de Economía y Competitividad, "Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores": 23 de octubre del 2015: artículo 284 y 297 consultado 17 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

²⁹² Ibid., artículo 285.

²⁹³ Ibid., artículo 301.

²⁹⁴ Ibid., artículo 302, inciso 1.

²⁹⁵ Ibid., artículo 302, inciso 2.

²⁹⁶ Ibid., artículo 302, inciso 5.

²⁹⁷ Ibid., artículo 302, inciso 12.

²⁹⁸ Ibid., artículo 302, inciso 13.

Además, algunas sanciones por infracciones graves son:

1. Multas pecuniarias.²⁹⁹
2. Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores durante un plazo no superior a un año.³⁰⁰
3. Revocación o suspensión no superior a cinco años, de la autorización como ESI.³⁰¹
4. Amonestación pública en el Boletín Oficial del Estado, en el que se indicará la persona responsable y el carácter de la infracción.³⁰²

Por otra parte, en el caso de las sanciones por infracciones leves, se impondrá una multa hasta de treinta mil euros.³⁰³ Sin embargo, antes de imponer la sanción, la CNMV podrá requerir al infractor adoptar las medidas necesarias para evitar la conducta, e indemnizar los perjuicios patrimoniales causados a los inversores.³⁰⁴

Asimismo, es importante mencionar que, además, de la sanción impuesta a la sociedad, se pueden imponer sanciones a los miembros que ejerzan cargos de administración o dirección, que hayan sido responsables de la infracción. Dentro de estas sanciones se encuentran: multas, suspensiones en el ejercicio de los cargos, inhabilitaciones, amonestaciones públicas y separación del cargo de administración que ostente en cualquier otra entidad financiera.³⁰⁵

Por otra parte, resulta necesario mencionar, que las EAFI al no tener ni manejar fondos o valores de sus clientes, su actividad no queda cubierta por el Fondo de

²⁹⁹ Ministerio de Economía y Competitividad, "Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores": 23 de octubre del 2015: artículo 303 inciso 1, consultado 17 abril, 2020. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

³⁰⁰ Ibid., artículo 303, inciso 2.

³⁰¹ Ibid., artículo 303, inciso 6.

³⁰² Ibid., artículo 303, inciso 9.

³⁰³ Ibid., artículo 305.

³⁰⁴ Ibid., artículo 312.

³⁰⁵ Ibid., artículo 306, inciso 5.

Garantía de Inversiones (FOGAIN)³⁰⁶, el cual es un mecanismo que cubre los servicios de inversión, así como el servicio auxiliar de custodia y administración por cuenta de clientes de los instrumentos financieros.³⁰⁷ Sin embargo, como se mencionó anteriormente, las EAFI deben de contar con algún aval o garantía para hacerle frente a las contingencias legales, o bien, en el caso de personas jurídicas deben de cumplir con un capital mínimo de 50.000 euros.

De lo estudiado anteriormente, se concluye que todas las ESI pueden brindar el servicio de asesoría de inversión. Sin embargo, son las EAFI (personas físicas o jurídicas) las que se dedican de manera especializada a la prestación de este servicio, considerándose así, asesores de inversión independientes.

C. Colombia

En Colombia, el mercado de valores está principalmente compuesto por emisores de valores, inversionistas y facilitadores o intermediarios entre emisores e inversionistas.³⁰⁸

La regulación de este mercado está a cargo fundamentalmente de tres entidades, sin perjuicio de las funciones de regulación del Banco de la República, específicamente encaminadas a mantener el poder adquisitivo de la moneda y que puedan incidir en el mercado de valores:³⁰⁹

1. El Congreso de la República, que expide la ley marco del mercado de valores.
2. El Gobierno Nacional, a través del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, que expide regulaciones que concretan las normas generales de la ley marco.

³⁰⁶ Oficina de Atención al Inversor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, “Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI)”, (España s.f.), 1. Consultado el 31 agosto 2020 https://www.aseafi.es/wp-content/uploads/2017/07/EAFI_ESP.pdf

³⁰⁷ Ibid., artículo 198.

³⁰⁸ Carlos Fradique-Méndez, “Guía del Mercado de Valores”, *Bolsa de Valores de Colombia*, (2014): 24, consultado 23 abril 2020. [https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?action=dum](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?action=dummy)

³⁰⁹ Ibid., 42.

3. La SFC, que expide instrucciones sobre el cumplimiento de las normas emitidas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Esta última ejerce la inspección, vigilancia y control sobre los agentes que participan en el mercado de valores. En términos generales, la inspección y vigilancia recae sobre todos los participantes del mercado que no tienen la calidad de emisores, en tanto que el control recae sobre los emisores de valores.³¹⁰

En cuanto a la actividad de asesoría de inversión, actualmente se encuentra regulada por las disposiciones establecidas en:

1. Ley 964 de 2005, Ley del Mercado de Valores: El cual constituye el marco regulatorio que rige las actividades de manejo, aprovechamiento e inversión de recursos captados del público que se efectúen mediante valores.
2. Decreto Único 2555 de 2010: el cual contiene normas en materia del sector financiero, asegurador y del Mercado de Valores, que establece los deberes generales de los intermediarios de valores.

Asimismo, es importante mencionar el Decreto 661 del 2018, el cual adiciona y modifica el Decreto Único 2555 de 2010, consagrando la actividad de asesoría de inversión como una actividad de intermediación propiamente dicha, con una regulación amplia, independiente y especializada. A continuación, se profundizará en la definición de asesoría de inversión establecida en la normativa colombiana, así como en este cambio de paradigma.

³¹⁰ Carlos Fradique-Méndez, “Guía del Mercado de Valores”, *Bolsa de Valores de Colombia*, (2014): 43, consultado 23 abril 2020. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?action=dummy

C.1 Definición de asesoría de inversión

Como se mencionó anteriormente, el Decreto 661 del 2018 significó un cambio de paradigma en materia de asesoría de inversión.

Anteriormente, la asesoría era considerada un deber de los intermediarios. De acuerdo con lo indicado en el artículo 1.5.3.3 del Decreto 1121 de 2008, el deber de asesoría se definía como “recomendaciones individualizadas que incluyan una explicación previa acerca de los elementos relevantes del tipo de operación que se quiere realizar, con el fin de permitir que el cliente tome decisiones informadas.”³¹¹

Es decir, se limitaba al suministro de información y presentación de opiniones, realizadas tomando en cuenta el perfil de riesgo del cliente, esto para permitirle encontrar elementos suficientes para tomar una decisión de inversión acorde con sus necesidades.

Posteriormente, con el decreto 4939 de 2009 se deja de lado la consideración de la asesoría como un deber y se establece como una operación de intermediación, la cual solamente podía ser realizada por entidades sometidas a la inspección y vigilancia de la SFC, contrario a lo que sucedía anteriormente, en donde cualquier persona podía prestar estos servicios sin regulación alguna.³¹² Sin embargo, se omitió regular una definición precisa, así como las obligaciones y parámetros especiales que los intermediarios de valores debieran de cumplir al desarrollar esta actividad.

Es por ello, que el decreto 661 del 2018 es de gran importancia , ya que, con las modificaciones y adiciones que realizó, entre las cuales están: i) precisar la definición y alcance del término “asesoría”, ii) la creación de mecanismos para

³¹¹ Ministerio de Economía y Competitividad, “Decreto 1121 de 2008”: 11 de abril del 2008: artículo 1.5.3.3 consultado 24 abril, 2020. <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1227881>

³¹² Juan Carlos Varón Palomino y Germán Darío Abella Abondano, “Régimen del mercado de valores, Tomo III Intermediación en el mercado de valores” (Colombia: Universidad de los Andes, 2018), 324.

proteger el interés de los inversionistas, iii) el establecimiento de obligaciones a quienes presten el servicio de asesoría de inversión, con el propósito de que el suministro de información y asesoría se adecúe al desarrollo y evolución de los instrumentos y iv) el establecimiento de requerimientos para garantizar un trato transparente a los clientes inversionistas,³¹³ la asesoría de inversión se consolidó como una actividad del mercado de valores propiamente dicha, con cargas, obligaciones y elementos propios.

Este cambio se dio para adaptar la normativa colombiana a las nuevas dinámicas del mercado de valores y necesidades de los inversionistas, ya que, busca una mayor protección de este y el fortalecimiento del mercado.

Al ser considerada la asesoría de inversión como una actividad de intermediación que únicamente puede ser brindada por los intermediarios de valores autorizados por la SFC, no existe la figura del asesor de inversión independiente en Colombia; es por esto, que resulta importante analizar la normativa relativa a la intermediación de valores.

De acuerdo con el Decreto Único 2555 del 2010, la intermediación de valores consiste en “la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado mostrador, sea por cuenta propia o ajena.”³¹⁴

Ahora bien, según el Decreto 2555 del 2010, en sus artículos 7.1.1.1.1 y 7.1.1.1.2, se establece un listado de las actividades y operaciones que se consideran intermediación de valores, las cuales en términos generales, supone el cumplimiento de dos requisitos: i) la realización de operaciones que tengan por

³¹³ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, “Decreto 661 de 2018”: 17 de abril del 2018: considerando, consultado 01 abril, 2020. <http://www.suin-juriscal.gov.co/viewDocument.asp?id=30034965>

³¹⁴ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, “Decreto 2555 de 2010”: 15 de julio de 2010: artículo 7.1.1.1.1 consultado 23 abril 2020. <http://www.suin-juriscal.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>

finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en el sistema de negociación de valores o en el mercado mostrador y ii) estar inscrito como intermediarios de valores ante la SFC.

Dicho lo anterior, son intermediarios de valores, “las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, con un acceso directo a un sistema de negociación de valores o a un sistema de registro de operaciones sobre valores para la realización o registro de cualquier operación de intermediación de valores.”³¹⁵ Es decir, al ser considerada la asesoría como una actividad de intermediación, son los intermediarios de valores inscritos y supervisados por la Superintendencia los que pueden realizarla.

Como se indicó anteriormente, el decreto 661 del 2018 modificó el Decreto Único 2555 del 2010 y se añadió el Libro 40 “Actividad de Asesoría”. En este libro la asesoría de inversión se define como:

“Una actividad del mercado de valores que únicamente puede ser desarrollada por entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia, conforme a las reglas que disponen el funcionamiento de los elementos e instrumentos requeridos, para que los inversionistas puedan tomar decisiones de inversión según lo previsto en el Libro 40 del Decreto 2555 del 2010.

Para el efecto las entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera de Colombia elaborarán el perfil del inversionista, establecerán el perfil del producto, realizarán el análisis de conveniencia del producto para el inversionista, suministrarán recomendaciones profesionales, entregarán información y efectuarán la distribución de los productos, de conformidad con

³¹⁵ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, “Decreto 2555 de 2010”: 15 de julio de 2010: artículo 7.1.1.1.1 consultado 23 abril 2020. <http://www.suin-juriscal.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>

las reglas establecidas en atención a la calidad de los inversionistas y a las características de los productos, según lo dispuesto en el presente Libro”³¹⁶

Asimismo, se indica que las entidades que prestan este servicio, deben hacerlo mediante personas naturales, debidamente autorizadas e inscritas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores, bajo la figura de intermediarios de valores.³¹⁷

De acuerdo con lo anterior, la asesoría de inversión se caracteriza por lo siguiente:³¹⁸

1. Es una actividad de intermediación de valores y no un deber.
2. Su ejercicio aplica a cualquier entidad vigilada por la SFC.
3. Su ejercicio supone la realización de una serie de subactividades, que contemplan la figura como un proceso de múltiples pasos y deja de limitarse a brindar únicamente una recomendación.
4. Debe ser realizada por personas autorizadas por el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores.

Además, para que se entienda asesoría, el intermediario deberá cumplir con distintas obligaciones, como son:³¹⁹

1. Establecer el perfil del inversionista y perfil del producto.
2. Entregar recomendaciones individualizadas.
3. Realizar el análisis de conveniencia del producto para el inversionista.
4. Entregar información y distribuir productos de conformidad con las reglas establecidas, en atención a la calidad de los inversionistas y a las características de los productos.

³¹⁶ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, “Decreto 2555 de 2010”: 15 de julio de 2010: artículo 2.40.1.1.1 consultado 23 abril 2020. <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>

³¹⁷ Ibid.

³¹⁸ Laura Rey Alba y Laura Farías Arcila, “Nuevo paradigma en materia de asesoría en el mercado de valores colombiano a partir de la expedición del Decreto 661 de 2018” (Tesis para obtener el grado de abogada, Pontificia Universidad Javeriana, 2019), 27.

³¹⁹ Ibid.

Aparte de estas características y obligaciones que serán desarrolladas más adelante, la actividad de asesoría de inversión debe contemplar otros requisitos y deberes que también se indicarán en los próximos apartados.

Finalmente, y de acuerdo con lo anteriormente mencionado, se puede decir que la asesoría de inversión, se considera una actividad vinculada a la intermediación de valores, quedando enmarcada dentro de este servicio. Asimismo, en su definición se establece, claramente, que solamente las entidades que estén vigiladas por la SFC pueden prestar dicho servicio. Por esto, podemos decir que, en Colombia, no existe la asesoría de inversión independiente, por cuanto únicamente los intermediarios de valores pueden prestar este servicio y los mismos deben estar sometidos a la autorización y vigilancia de la SFC.

C.2 Requisitos para prestar el servicio de asesoría de inversión

Como se mencionó anteriormente, los intermediarios de valores son los que pueden prestar el servicio de asesoría de inversión en Colombia. Por ello, toda entidad que desee prestar este servicio, debe de cumplir con los requisitos generales que establece la normativa colombiana para ser considerado un intermediario de valores.

Asimismo, para prestar la actividad de asesoría de inversión se debe de cumplir con los siguientes requisitos específicos:³²⁰

- a. Ser una entidad vigilada por la SFC.
- b. Prestar el servicio a través de las personas naturales que expresamente autorice la entidad para la ejecución de dicha actividad, las cuales deberán estar inscritas en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de

³²⁰ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, “Decreto 2555 de 2010”: 15 de julio de 2010: artículo 2.40.1.1.1 consultado 23 abril 2020. <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>

Valores y contar con la certificación en la modalidad que les permita la realización de esta actividad.

El fin de este registro y certificación, es acreditar la capacidad técnica y profesional ante un organismo certificador, para ello se requiere la aprobación de los exámenes de idoneidad profesional correspondientes. De igual manera, se toma en cuenta la formación académica y la trayectoria profesional. El examen de idoneidad está conformado por una parte básica y otra especializada, cuyo contenido dependerá de la actividad o actividades de intermediación en el mercado de valores que pretenda desempeñar el aspirante.³²¹

Por último, se puede decir que en Colombia no existe un régimen especial o individual de autorización y registro para el servicio de asesoría de inversión, sino que basta con que las entidades estén autorizadas y registradas por la SFC para poder brindar todos los servicios de inversión habilitados bajo su ámbito de actuación.³²²

³²¹ Luis Leyva y Gloria Caballero, "El asesoramiento en materia de inversión" en *La protección del inversionista en Iberoamérica*, (Madrid, España: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2014), 116, consultado 19 de marzo, 2020, <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/03-Capitulo-3.pdf>

³²² *Ibid.*, 144-145

C.3 Obligaciones de los intermediarios de valores que brindan el servicio de asesoría de inversión.

En primer lugar, el Decreto 2555 del 2010, establece una serie de obligaciones que deben de cumplir los intermediarios a la hora de brindar el servicio de asesoría de inversión:³²³

1. Elaborar el perfil del inversionista: este perfil consiste en una evaluación de la situación financiera, intereses y necesidades, con el fin de determinar los productos en los cuales resulta conveniente la realización de inversiones. Dentro de los aspectos a considerar se encuentran los siguientes: conocimiento en inversiones, experiencia, objetivo de la inversión, horizonte de tiempo, capacidad para asumir pérdidas y capacidad para cumplir con las garantías requeridas.³²⁴
2. Establecer el perfil del producto: lo cual abarca analizar su complejidad, estructura, activos subyacentes, rentabilidad, riesgo, liquidez, volatilidad, costos, estructura de remuneración, entre otros. Además, se clasificará el producto como simple o complejo según lo establecido en el artículo 2.40.2.1.2 del Decreto en cuestión.³²⁵
3. Realizar el análisis de conveniencia del producto para el inversionista: mediante este análisis se logra determinar si el perfil del producto se ajusta al perfil del inversionista; lo cual no comprende el suministro de una recomendación profesional.³²⁶
4. Suministrar recomendaciones profesionales: las cuales se entienden como recomendaciones individuales o personalizadas al inversionista debidamente identificado, en donde se analiza el perfil del cliente y del producto, para la realización de inversiones.³²⁷ No se considera una recomendación

³²³ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, “Decreto 2555 de 2010”: 15 de julio de 2010: artículo 2.40.1.1.1. consultado 23 abril 2020. <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>

³²⁴ Ibid., artículo 2.40.1.1.5.

³²⁵ Ibid., artículo 2.40.1.1.6.

³²⁶ Ibid., 2.40.1.1.7.

³²⁷ Ibid., 2.40.1.1.2.

profesional, los informes de investigación sobre inversiones y las comunicaciones de carácter general, en los cuales se deben de hacer constar que dicha comunicación no constituye una recomendación profesional.³²⁸

Es importante mencionar que el inversionista tiene la libertad de adoptar o no la recomendación profesional, sin embargo, en caso de no adoptarla y realizar una inversión en condiciones más riesgosas, se deberá dejar un registro de dicha decisión antes de realizar la operación.

5. Entrega de información y distribución de productos.

Al ser la asesoría de inversión parte de los servicios prestados por los intermediarios de valores, resulta necesario mencionar algunas de las obligaciones de los intermediarios:³²⁹

1. Deber de información: Se deben de adoptar políticas y procedimientos para que las operaciones brindadas a los inversionistas sean objetivas, imparciales y claras. Antes de realizar cualquier operación, el intermediario debe informarle a su cliente de por lo menos: i) las características de las operaciones que está contratando y ii) las características generales de los valores, o instrumentos financieros ofrecidos, así como sus riesgos.
2. Deber de documentación: Los intermediarios autorizados legalmente para recibir órdenes de clientes, deberán documentar adecuadamente dichas órdenes, la cual podrá ser solicitada por sus clientes y la SFC.
3. Deber de separación de activos: Los intermediarios deben mantener separados los activos administrados o recibidos de sus clientes de los propios y de las que correspondan a otros clientes.
4. Deberes frente a conflictos de interés: Los intermediarios deben de establecer políticas y procedimientos para el manejo de conflictos de interés en la realización de operaciones de intermediación, los cuales serán

³²⁸ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, "Decreto 2555 de 2010": 15 de julio de 2010: artículo 2.40.1.1.3. consultado 23 abril 2020. <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>

³²⁹ Ibid., 7.3.1.1.2.

aplicables a sus administradores y funcionarios que desempeñen actividades relacionadas con la intermediación.

Con respecto a este último punto, sean los conflictos de interés, la asesoría de inversión puede ser prestada en dos modalidades: i) la independiente y ii) la no independiente. La asesoría independiente se caracteriza porque el asesor debe realizar un análisis general de los productos disponibles en el mercado, es decir, no se puede limitar solamente a sus propios productos o aquellos de entidades a las que está vinculada. Además, no puede recibir beneficios monetarios o no monetarios proporcionados por un tercero, es decir, deben de estar libre de todo conflicto de interés y buscar siempre el mejor beneficio para el cliente.³³⁰

Por su parte, la modalidad no independiente implica que, al suministrar asesoría, se le debe de informar al inversionista, de forma previa y a través de un medio verificable, que la asesoría se suministra bajo esta modalidad, el alcance de las limitaciones de la asesoría y las circunstancias por las cuales se suministra de esta manera.³³¹

Es decir, los intermediarios que presten el servicio de asesoría de inversión pueden recibir cualquier tipo de beneficios por parte de terceros, siempre y cuando así lo informen a los clientes.

C.4 Sanciones y régimen de responsabilidad

La Ley del Mercado de Valores, establece que le corresponde a la SFC imponer sanciones a quienes violen las normas establecidas en dicha ley y cualquier norma que regule el mercado de valores. Dichas sanciones son inscritas en un registro a

³³⁰ Ministerio de Hacienda y Crédito Público, "Decreto 2555 de 2010": 15 de julio de 2010: artículo 2.40.3.1.1 consultado 03 setiembre 2020. <http://www.suinjuriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>

³³¹ Ibid.

partir del momento en que se ejecutan y se mantienen por un período de veinte años³³².

Las conductas que se consideran infracciones se dividen en cuatro grupos:³³³

1. Realización ilícita de actividades en el mercado, dentro de las que se encuentran aquellas conductas que son realizadas sin la autorización o registro respectivo.
2. Violación de normas sobre suministro de información al mercado:
 - a. No llevar la contabilidad conforme a las normas aplicables.
 - b. Remitir a las autoridades información que contenga vicios, o errores que impidan determinar la verdadera situación patrimonial de la entidad.
 - c. Omitir obligaciones de información a las autoridades, al mercado en general o a los inversionistas.
 - d. No divulgar información que pueda afectar las decisiones de los accionistas.
3. Violación de disposiciones relacionadas con conflictos de interés, información privilegiada e inhabilidades.
 - a. No declarar un impedimento o una inhabilidad relacionada con el ejercicio de actividades en el mercado de valores.
4. Violar las normas de separación patrimonial entre los activos propios y los de terceros.

³³² Congreso de Colombia, “Ley 964 de 2005”: 8 de julio 2005: artículo 49 consultado 28 abril 2020. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2e677f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.page.svc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

³³³ Carlos Fradique-Méndez, “Guía del Mercado de Valores”, *Bolsa de Valores de Colombia*, (2014): 218, consultado 23 abril 2020 https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?action=dummy

Si algún sujeto realiza alguna de las conductas mencionadas anteriormente, la SFC puede imponer las siguientes sanciones:³³⁴

1. Amonestación.
2. Multa a favor del Tesoro Nacional (recursos del Estado). La sanción pecuniaria mínima por cada infracción, es de diez salarios mínimos mensuales.³³⁵
3. Suspensión hasta por cinco años para realizar funciones de administración, dirección o control.
4. Remoción de quienes ejercen las funciones de administración, dirección o control, o del fiscal de las entidades sometidas a la vigilancia permanente de la SFC.
5. Suspensión de la inscripción en cualquiera de los registros definidos en la ley.
6. Cancelación, de uno a veinte años, de la inscripción en cualquiera de los registros definidos en la ley.

La imposición de sanciones puede variar dependiendo de los siguientes criterios de graduación:³³⁶

- a. Reincidencia en la comisión de infracciones.
- b. Obstrucción de las acciones de investigación, supervisión o sanción de la SFC.
- c. Desacato a las órdenes de la SFC.
- d. La utilización de medios fraudulentos para cometer la infracción, u ocultar la misma.

³³⁴ Congreso de Colombia, “Ley 964 de 2005”: 8 de julio 2005: artículo 53 consultado 28 abril 2020. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_2e677f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.page.svc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

³³⁵ En Colombia, el salario mínimo para el 2020 es de \$877,803 pesos colombianos, lo que equivale a \$233 dólares estadounidenses, por lo que la multa equivale a \$2330 aproximadamente.

³³⁶ Ibid., artículo 52.

- e. Que la infracción se realice por medio, con la participación o en beneficio de personas sometidas a la vigilancia permanente de la SFC.
- f. Que la infracción se derive de un lucro indebido para sí o para un tercero.
- g. La dimensión del daño a los intereses jurídicos protegidos.
- h. El grado de prudencia o diligencia al aplicar las normas.
- i. El reconocimiento expreso que realice el investigado sobre la comisión de la infracción.

En cuanto a mecanismos de protección, al ser la asesoría de inversión parte de la intermediación de valores, no existe un fondo de garantía exclusivo para cubrir esta actividad. Dicho lo anterior, las entidades que prestan el servicio de asesoría de inversión, no están obligadas a adquirir un seguro o garantía adicional para el inversionista, por lo que los principales mecanismos de protección con los que cuentan los inversionistas, son la estricta autorización y vigilancia que realiza la SFC y el capital mínimo exigido por ejercer como intermediario.

D. Estados Unidos

En 1934, el Congreso de los Estados Unidos aprobó el SEC. El motivo principal de la creación de esta Comisión fue restaurar la confianza de los inversionistas en los mercados de valores estadounidenses, brindando información más confiable y normativa clara a los inversores, a los mercados y sus demás participantes.³³⁷

El SEC es el principal supervisor y regulador de los mercados de valores de Estados Unidos. Asimismo, es el responsable de administrar las leyes federales de valores, las cuales son: el “Securities Act de 1933”, el “Securities Exchange Act de 1934”, el “Public Utility Holding Company Act de 1935”, el “Trust Indenture Act de 1939”, el “Investment Company Act de 1940” y el “Investment Advisers Act de 1940”.³³⁸

³³⁷ United States Securities and Exchange Commission. “What we do” (s.f) Recuperado de: <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#create>

³³⁸ Adriana López Álvarez, “Introducción a la Regulación de Valores en Estados Unidos”, Revista E-mercatoria, Vol. 7, N°2 (2008): 14 consultado 10 de abril, 2020, <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3627233>

Para cumplir con sus funciones y responsabilidades trabaja en estrecha colaboración con muchas otras instituciones, incluidos el Congreso, otros departamentos y agencias federales, las organizaciones autorreguladoras (por ejemplo, las bolsas de valores), los reguladores estatales de valores y varias organizaciones del sector privado.³³⁹

Actualmente, el SEC tiene las siguientes funciones y responsabilidades:³⁴⁰

- a. Interpretar y hacer cumplir las leyes federales de valores.
- b. Emitir nuevas reglas y modificar las existentes.
- c. Supervisar e inspeccionar las firmas de valores, corredores, asesores de inversiones y agencias de calificación.
- d. Supervisar organizaciones reguladoras privadas en los campos de valores, contabilidad y auditoría.
- e. Coordinar la regulación de valores en Estados Unidos con las autoridades federales, estatales y extranjeras.

De acuerdo con lo anterior, le corresponde al SEC la supervisión e inspección de quienes sean asesores de inversión. Al respecto, la actividad de asesoría de inversión, se encuentra regulada desde 1940 por el *Investment Advisers Act*, ley que fue aprobada por el Congreso y cuya implementación le corresponde al SEC, principalmente.

Con ciertas excepciones, esta ley requiere que las firmas o individuos que sean compensados por asesorar a otros sobre inversiones en valores, se registren ante el SEC y cumplan con las regulaciones establecidas para proteger al inversionista. Es importante mencionar que esta ley fue reformada en 1996 y en el 2010, uno de los principales cambios es que, dependiendo del monto y la extensión de los servicios prestados, algunos asesores pueden estar exentos del registro frente al SEC y solo deberán registrarse ante el superior estatal. Sin embargo, esto no quiere

³³⁹ United States Securities and Exchange Commission. "What we do" (s.f) Recuperado de: <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#create>

³⁴⁰ Ibid.

decir que no se encuentren afectados por el resto de la normativa referente a asesoría de inversión.³⁴¹

Asimismo, es importante mencionar que, en virtud de la facultad del SEC para emitir reglas, se formuló el documento denominado *Rules and Regulations*, el cual regula la asesoría de inversión y otras figuras del mercado de valores. Este documento se encuentra en constante actualización para mejorar el funcionamiento del mercado.

A continuación, se profundizará en el Investment Advisers Act y en el documento de Rules and Regulations, para conocer con mayor detalle de cómo se encuentra regulada esta actividad en Estados Unidos.

D.1 Definición de asesores de inversión

Los asesores de inversión o *investment advisers* se encuentran definidos en la sección 202(11) del Investment Advisers Act de 1940, como cualquier persona que “por compensación, se encuentre en el negocio de dar asesoría a otros ya sea directamente o a través de publicaciones o escritos, sobre el precio de los valores o sobre consejos de inversión, compra y venta de valores, o quien por compensación de forma regular divulgue análisis o reportes concernientes a valores”.³⁴²

De la definición anterior, podemos determinar tres elementos con los que deben de cumplir los asesores de inversión para calificar como tales:

1. Recibir una compensación: se entiende por compensación cualquier beneficio económico ya sea mediante comisiones, u honorarios por la

³⁴¹ United States Securities and Exchange Commission. “The Laws That Govern the Securities Industry” (s.f) Recuperado de: <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#invadvact1940>

³⁴² Juan Carlos Varón Palomino, Germán Darío Abella Abondano, *Régimen del mercado de valores: Tomo III Intermediación en el mercado de valores* (Colombia: Uniandes y Editorial Temis, 2018), 334.

asesoría brindada. La persona que recibe el servicio debe ser quien pague la compensación.³⁴³

2. Dedicarse al negocio de la asesoría de inversión: para cumplir con este elemento, el sujeto debe de cumplir con los siguientes rubros:³⁴⁴
 - a. Que la persona se identifique asimismo como asesor de inversión.
 - b. Que la persona reciba una compensación claramente ligada con la prestación del servicio de asesoría de inversión.
 - c. La frecuencia y especificidad de la asesoría de inversión que proporciona.

Es importante mencionar que este elemento se cumple inclusive si la prestación de la asesoría de inversión no es la actividad principal del sujeto.

3. Asesorar a otros o emitir informes o análisis sobre valores: se ha entendido que hay asesoría de inversión cuando este servicio se presta en relación con la inversión de acciones, bonos, fondos mutuos, sociedades limitadas y *commodity pools* (fondos de inversión de materias primas). Por otra parte, el SEC ha indicado que no se considera asesoría sobre valores, aquellas asesorías brindadas a bienes raíces, monedas, metales preciosos y materias primas. Además, el SEC ha incluido los siguientes actos específicos dentro de la asesoría sobre valores:³⁴⁵
 - a. Asesoramiento sobre tendencias del mercado de valores.
 - b. Asesoramiento sobre las ventajas de invertir en valores frente a otro tipo de inversión, como por ejemplo bienes raíces.
 - c. Proveer una lista de valores, a pesar de no brindar ningún tipo de asesoramiento.

³⁴³ Investment Adviser Regulation Office, “*Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission*”, (Estados Unidos: U.S Securities Exchange Commission, 2013): 2, consultado 28 de abril, 2020, https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

³⁴⁴ Ibid.

³⁴⁵ Ibid., 3.

Existen exclusiones para algunos sujetos que parecen cumplir con todos los tres elementos que forman parte de la definición de asesores de inversión, dentro de los cuales se encuentran:

1. Bancos y sus holdings: Se excluyen de esta excepción los bancos extranjeros, las cooperativas de crédito y los asesores de inversión subsidiarios a los bancos.³⁴⁶
2. Abogados, contadores, ingenieros y profesores: Esta exclusión únicamente aplica cuando la asesoría es incidental a la práctica de su profesión. Los factores a evaluar para determinar si la asesoría es incidental a la profesión son: i) si el profesional se identifica como un asesor de inversión, ii) que la asesoría brindada se relacione con su profesión; y iii) que los honorarios cobrados por la asesoría se basen en los mismos factores que determinan los honorarios habituales del profesional.³⁴⁷
3. Brokers y Dealers: El *broker* “es un agente del mercado que compra y vende valores para su cliente y recibe como contraprestación una comisión”³⁴⁸, mientras que el *dealer* “adquiere valores en nombre propio, les marca un precio y posteriormente lo vende a sus clientes”³⁴⁹. Para que les aplique esta excepción los broker-dealers, deben de estar registrados ante el SEC bajo el Exchange Act de 1934 y prestar la asesoría de inversión: i) de manera incidental a su negocio como broker o dealer y ii) no recibir ningún tipo de compensación especial por la asesoría brindada.³⁵⁰
4. Editoriales: Para estar dentro de estas excepciones, las publicaciones deben de cumplir con las siguientes características: i) proporcionar consejos

³⁴⁶ United States Congress. “Investment Advisers Act: March 16, 1940”, sección 202(a)(11), consultado 28 de abril, 2020, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

³⁴⁷ Ibid.

³⁴⁸ Adriana López Álvarez, “Introducción a la Regulación de Valores en Estados Unidos”, Revista E-mercatoria, Vol. 7, N°2 (2008): 4, consultado 10 de abril, 2020, <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3627233>

³⁴⁹ Ibid.

³⁵⁰ Investment Adviser Regulation Office, “Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission”, (Estados Unidos: U.S Securities Exchange Commission, 2013): 5, consultado 28 de abril, 2020, https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

impersonales, es decir, no realizar publicaciones que se adapten a las necesidades específicas de un cliente, ii) brindar comentarios y análisis de buena fe, evitando la publicación de material promocional y iii) publicar regularmente y no de manera esporádica en respuesta a episodios de actividad del mercado.³⁵¹

5. Asesores de valores gubernamentales: Esta excepción se aplica a las personas o empresas cuya asesoría se limita a ciertos valores emitidos o garantizados por el Gobierno de los Estados Unidos.³⁵²
6. Agencias de calificación crediticia: Esta exclusión aplica para cualquier agencia de calificación crediticia regulada por la sección 15E del Exchange Act de 1934, catalogada como una organización reconocida a nivel nacional.³⁵³
7. *Family Offices*: Definidas como entidades que administran la riqueza de familias con altos ingresos, así como la prestación de otros servicios tales como planificación fiscal y patrimonial.³⁵⁴ Para estar incluidas dentro de estas excepciones deben de cumplir con los siguientes requisitos: i) brindar asesoría únicamente a clientes familiares, ii) la empresa a la que se le brinda el servicio debe ser propiedad de clientes familiares y su control debe recaer exclusivamente en familiares o entidades familiares; y iii) no identificarse públicamente como un asesor de inversión.³⁵⁵
8. Gobiernos y subdivisiones políticas: esta excepción incluye a los agentes y empleados que prestan estos servicios bajo sus investiduras oficiales en el gobierno, gobiernos estatales y sus divisiones políticas.³⁵⁶

³⁵¹ Investment Adviser Regulation Office, “*Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission*”, (Estados Unidos: U.S Securities Exchange Commission, 2013): 6, consultado 28 de abril, 2020, https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

³⁵² United States Congress. “Investment Advisers Act: March 16, 1940”, sección 202(a)(11), consultado 28 de abril, 2020, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

³⁵³ Investment Adviser Regulation Office, 6.

³⁵⁴ U.S. Securities and Exchange Commissions. “A small entity compliance guide”, (2011). Recuperado de: https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3220-secg.htm#P2_44

³⁵⁵ Investment Adviser Regulation Office, 7.

³⁵⁶ United States Congress, sección 202(b).

Los participantes principales en el mercado de valores de Estados Unidos, son los emisores, inversionistas e intermediarios de valores. Dentro de estos últimos, se encuentran los “broker-dealers, los asesores de inversión, las compañías de inversión, incluyendo los fondos mutuos de inversión, la banca de inversión y los bancos comerciales.”³⁵⁷

En este sentido, para que las personas físicas y jurídicas puedan ser considerados como asesores de inversión y, por ende, intermediarios de valores, estos deben de cumplir con la normativa estadounidense establecida en esta materia.

D.2 Requisitos para prestar el servicio de asesoría de inversión

El Investment Advisers Act de 1940 regula la asesoría de inversión en los Estados Unidos, por ello en esta ley se establecen los requisitos que deben cumplir aquellas personas que quieran ser asesores de inversión.

El requisito principal para prestar el servicio de asesoría de inversión es el de registro ante el SEC o la entidad estatal correspondiente. El Investment Advisers Act establece distintos parámetros para definir ante quien debe registrarse la persona o firma que desee brindar este servicio. Sin embargo, de manera general, se puede decir que los asesores de inversión con \$100 millones o más en activos bajo administración (AUM) deben registrarse en la SEC como Asesor de Inversiones Registrado (RIA). Es decir, aquellos que tengan menos de \$100 millones en AUM, deberán registrarse con la entidad estatal encargada.³⁵⁸

La mayoría de asesores “pequeños” y “medianos” están sujetos a las regulaciones estatales y no deben registrarse ante el SEC. Mientras que los asesores de gran

³⁵⁷Adriana López Álvarez, “Introducción a la Regulación de Valores en Estados Unidos”, Revista E-mercatoria, Vol. 7, N°2 (2008): 4, consultado 10 de abril, 2020, <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3627233>

³⁵⁸United States Congress. “Investment Advisers Act: March 16, 1940”, 203A. (80b–3a), consultado 28 de abril, 2020, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

tamaño sí deben registrarse ante la Comisión.³⁵⁹ En este sentido, es relevante indicar que los Estados no cuentan con una regulación uniforme en cuanto a los requisitos específicos que deben cumplir aquellas personas que deseen registrarse. Por lo que es importante investigar a cabalidad la regulación de cada Estado en materia de asesoría de inversión, para que el procedimiento de registro y el inicio de la actividad sea sencillo y sin contratiempos.

Asimismo, existen excepciones al deber de registro ante el SEC. Algunos de los que se benefician de estas excepciones son:³⁶⁰

1. Asesores Estatales: son aquellos cuyos clientes son residentes del Estado en donde el asesor tiene su oficina principal y este no brinda asesoría sobre valores a nivel nacional.
2. Asesores Privados Extranjeros: aquellos que no tienen lugar de negocios en los Estados Unidos y tienen menos de 15 clientes estadounidenses.
3. Asesores de Compañías de Seguros: aquellos cuyos clientes solamente son compañías de seguros.
4. Organizaciones benéficas que son asesoras.

Al respecto, es importante mencionar que, a pesar de estar exentos del deber de registro ante el SEC, voluntariamente podrían registrarse.

Con respecto a los individuos que trabajan en estas firmas de asesoría de inversión que ya están debidamente registradas, la normativa estadounidense no requiere que estos se registren por aparte ante el SEC. Esto quiere decir, que el registro de la firma cubre a sus empleados y las personas que están bajo su control, siempre que las actividades de asesoría sean realizadas en nombre del asesor registrado.³⁶¹

³⁵⁹ Investment Adviser Regulation Office, “*Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission*”, (Estados Unidos: U.S Securities Exchange Commission, 2013): 8, consultado 28 de abril, 2020, https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

³⁶⁰ Ibid., 11-14.

³⁶¹ Ibid., 17.

Por último, sobre el procedimiento de registro ante el SEC, este se realiza de manera digital y consiste en completar el formulario ADV que tiene dos partes. En la parte 1, el interesado debe de brindar datos sobre la empresa, sus propietarios, clientes, empleados, prácticas comerciales (especialmente de aquellos que involucran potenciales conflictos con los clientes), así como cualquier evento disciplinario del asesor o sus empleados.³⁶²

Además, se solicita información adicional sobre los fondos privados que asesora, datos más detallados sobre el tipo de clientes que tiene, sobre sus actividades no relacionadas con la asesoría y sus afiliaciones en la industria financiera.

En la parte 2, el interesado debe de preparar un folleto que incluya información general sobre sus prácticas comerciales, estrategias de inversión, conflictos de interés e información disciplinaria. Asimismo, debe brindar con mayor detalle, información acerca de sus empleados que brindan asesoría a sus clientes: antecedentes educativos, experiencia comercial, si realizan otras actividades comerciales e historial disciplinario.³⁶³

De acuerdo con el Investment Advisers Act, dentro de los 45 días siguientes a la entrega del formulario ADV, la Comisión debe aprobar el registro o instituir un procedimiento para determinar si el registro debe ser denegado. En este procedimiento se le debe notificar al afectado los motivos de la posible denegación y se le dará la oportunidad de aclarar o rectificar durante audiencia. Además, se concluirá el procedimiento 120 días después de la entrega de la solicitud de registro y en la conclusión, la Comisión comunica si se deniega o aprueba el registro. Es

³⁶² Investment Adviser Regulation Office, *“Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission”*, (Estados Unidos: U.S Securities Exchange Commission, 2013): 20, consultado 28 de abril, 2020, https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

³⁶³ *Ibid.*, 21.

importante mencionar que este procedimiento se podrá prolongar 90 días más si la Comisión fundamenta tal decisión en una buena causa y publica dichas razones.³⁶⁴

Algunas de las razones que llevan a la denegatoria del registro son:³⁶⁵

1. Si se hacen declaraciones falsas o engañosas en la solicitud de registro.
2. Si en los últimos 10 años ha sido condenado por un delito grave.
3. Si fue condenado por un tribunal o si el SEC declara que violó una ley o norma relacionada a materia de inversión y valores.
4. Si ha sido objeto de una medida cautelar o una figura similar, en materia de valores.

Es importante indicar que toda la información que entregan los asesores por medio del formulario es de acceso público y el asesor que lo desee, puede en cualquier momento retirar su solicitud de registro, lo cual se realiza por medio del formulario ADV-W.³⁶⁶ Finalmente, aquel asesor cuya solicitud de registro es aceptada queda sometido a ciertas obligaciones que se desarrollaran a continuación.

³⁶⁴United States Congress. "Investment Advisers Act: March 16, 1940", sección 203(c) (2) (A) y (B), consultado 28 de abril, 2020, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

³⁶⁵ Ibid, sección 203(c)(2) and (e).

³⁶⁶ Securities and Exchange Commission, "Code of Federal Regulations: Commodity and Securities Exchanges: Part 275 Rules and Regulations, Investment Advisers Act of 1940", rule 203-2, E-CFR (consultado el 2 de mayo, 2020).

D.3 Obligaciones de los asesores de inversión registrados ante la SEC

Según la interpretación del SEC, los asesores de inversión tienen las siguientes obligaciones:

1. Deberes fiduciarios: Si bien es cierto el Investment Advisers Act de 1940 no lo establece de manera explícita, la Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos interpretó que esta ley refleja:

Un reconocimiento por parte del Congreso, de la delicada naturaleza fiduciaria de una relación de asesoramiento de inversión, así como un intento de eliminar, o al menos exponer, todos los conflictos de intereses que puedan hacer que un asesor de inversión, brinde asesoramiento que no sea desinteresado.³⁶⁷

Es decir, la obligación fiduciaria debe de entenderse como la obligación del asesor de inversión por buscar y anteponer los intereses de sus clientes a los suyos, evitando los conflictos de interés y el aprovechamiento injusto de la confianza de sus clientes.

En este sentido, la SEC ha manifestado que los asesores de inversión deben informar sobre cualquier tipo de compensación directa o indirecta que reciban y que, por ende, represente un conflicto de interés; lo anterior con el fin de que el inversionista pueda decidir si toma o no la recomendación.³⁶⁸

³⁶⁷ Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos, "Securities and Exchange Commission vs. Capital Gains Research Bureau, INC., et al." (1963), Recuperado de: <https://www.sec.gov/divisions/investment/capitalgains1963.pdf>

³⁶⁸ U.S. Securities and Exchange Commission, "Frequently asked questions regarding disclosure of certain financial conflicts related to investment adviser compensation" 2019, consultado 28 de abril, 2020, https://www.sec.gov/investment/faq-disclosure-conflicts-investment-adviser-compensation#_ftn9.

2. Deber de información en las transacciones de los clientes: El asesor de inversión, debe obtener el consentimiento por escrito del cliente, antes de comprar o vender valores de un cliente, por su propia cuenta.³⁶⁹

Además, el asesor de inversión debe obtener el consentimiento del cliente cuando este actúe como *broker* tanto del cliente como de la parte contraria de la transacción.³⁷⁰

3. Publicidad: Se entiende por publicidad:

Un aviso, circular, carta u otra comunicación escrita dirigida a más de una persona, o cualquier otro anuncio por radio o televisión, que ofrezca (1) análisis, informes o publicaciones sobre valores, (2) cualquier gráfico, cuadro, fórmula u otro dispositivo que se utilizará para determinar cuándo comprar o vender valores, o (3) cualquier otro servicio de asesoramiento de inversión.³⁷¹

Algunas de las prohibiciones específicas a la hora de realizar publicidad son:³⁷²

- a. Utilizar o referirse a testimonios de clientes.
- b. Referirse a recomendaciones pasadas brindadas por el asesor, a menos de que en la publicidad se enlisten todas las recomendaciones realizadas por el asesor durante dicho año.
- c. Utilizar gráficos o fórmulas que puedan ser utilizadas para determinar qué valores comprar o vender.
- d. Referirse a cualquier reporte o análisis como gratuito, a menos que realmente lo sea.

³⁶⁹ United States Congress. "Investment Advisers Act: March 16, 1940", sección 206(3), consultado 28 de abril, 2020, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

³⁷⁰ Ibid.

³⁷¹ Securities and Exchange Commission, "Code of Federal Regulations: Commodity and Securities Exchanges: Part 275 Rules and Regulations, Investment Advisers Act of 1940", rule 206(4)-1, E-CFR (consultado el 2 de mayo, 2020).

³⁷² Ibid.

4. Custodia de activos: Aquellos asesores de inversión que custodien activos, entendida esta actividad como “tener, directa o indirectamente, fondos o valores de clientes, o tener autoridad para obtener posesión de ellos”, deben mantener los activos de los clientes con custodios calificados (broker-dealers, bancos, asociaciones de ahorros e instituciones financieras no estadounidenses que habitualmente mantienen activos financieros para sus clientes).³⁷³
5. Programa de cumplimiento interno: Los asesores de inversión deben establecer un programa interno, que aborde el desempeño y obligaciones fiduciarias, tanto del asesor, como de las personas bajo su supervisión, el cual debe ser revisado anualmente. Además, deben designar un director de cumplimiento encargado de administrar estas políticas y procedimientos.³⁷⁴
6. Código de ética: Al igual que con el programa de cumplimiento interno, los asesores de inversión deben de preparar y adoptar un código de ética, en donde se establezcan los estándares de conducta tanto para el asesor de inversión, como para las personas bajo su supervisión.³⁷⁵
7. Requerimientos contractuales: El Investment Advisers Act no establece la obligación de que los contratos de asesoría de inversión sean escritos y su existencia e interpretación, generalmente son asuntos de ley estatal.³⁷⁶
8. Mantenimiento de registros: Dentro de los registros que deben llevar los asesores de inversión se encuentran los siguientes, los cuales deben ser mantenidos por un período no menor a cinco años y pueden ser revisados por el SEC:³⁷⁷
 - a. Los acuerdos escritos celebrados por el asesor con el cliente.
 - b. Las facturas o declaraciones relacionadas con el negocio del asesor.

³⁷³Securities and Exchange Commission, “Code of Federal Regulations: Commodity and Securities Exchanges: Part 275 Rules and Regulations, Investment Advisers Act of 1940”, rule 206(4)-2, E-CFR. (consultado el 2 de mayo, 2020).

³⁷⁴ Ibid, 206(4)-7.

³⁷⁵ Ibid., rule 204 A-1 E-CFR.

³⁷⁶ Investment Adviser Regulation Office, “*Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission*”, (Estados Unidos: U.S Securities Exchange Commission, 2013): 50, consultado 28 de abril, 2020, https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

³⁷⁷ Securities and Exchange Commission, 206(4)-7.

- c. Registro de las transacciones de valores personales del asesor y sus empleados.
- d. Memorandos de todas las órdenes dadas por el asesor de inversión, así como cualquier instrucción por parte del cliente, para la compra y venta de valores.
- e. Registros de las comunicaciones recibidas y escritas por el asesor, referentes a cualquier asesoría brindada, cualquier recibo, desembolso o entrega de fondos o valores y la colocación o ejecución de cualquier orden para comprar o vender valores.
- f. Copia de circulares, publicidad, artículos, entre otros, enviados a diez personas o más.

D.4 Sanciones y régimen de responsabilidad

La Comisión por orden, podrá censurar, limitar las actividades, funciones u operaciones, suspender por un periodo no mayor a los 12 meses o revocar el registro de los asesores de inversión. Siempre que estas sanciones sean de interés público o cuando el asesor de inversión o cualquier persona asociada a él.³⁷⁸

1. Ha dado información falsa o engañosa con respecto hechos materiales que se requieren en la solicitud de registro o informes que se deben presentar ante la Comisión.
2. Ha sido condenado, dentro de los diez años anteriores a la presentación de cualquier solicitud de registro o en cualquier momento posterior, a cualquier delito grave, menor o uno equivalente por un tribunal extranjero de jurisdicción competente.
3. Ha violado intencionalmente cualquier disposición de la Ley de Valores de 1933, la Ley de Intercambio de Valores de 1934, la Ley de la Sociedad de

³⁷⁸ United States Congress. "Investment Advisers Act: March 16, 1940", sección 203(e), consultado 28 de abril, 2020, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

Inversión de 1940, este título, la Ley de Intercambio de Productos Básicos, o las reglas o regulaciones bajo dichos estatutos.

4. Ha ayudado, instigado, aconsejado, ordenado, inducido o procurado deliberadamente la violación por cualquier otra persona de cualquier disposición mencionada en el inciso anterior, o si ha fallado razonablemente en supervisar a las personas sometidas a su vigilancia y estas violan alguna de las disposiciones.

También, podrá imponer esas sanciones sobre las actividades de cualquier persona registrada -o en proceso de registro-, o que, en el momento de la supuesta conducta indebida, se encuentre asociado, - o busque asociarse- con un asesor de inversiones. Además, podrá prohibir a dicha persona estar asociado con un asesor de inversiones, corredor, agente, agente de valores municipales, asesor municipal, agente de transferencia u organización de calificación estadística reconocida a nivel nacional, si la Comisión encuentra que dicha persona ha cometido u omitido algún acto u omisión de los enumerados en el Investment Advisers Act o ha sido condenado por cualquier delito especificado en el Acto.³⁷⁹

Asimismo, se considera ilegal para cualquier persona suspendida por el SEC, asociarse con un asesor de inversiones, sin el consentimiento de la Comisión. Además, si dicho asesor de inversiones tuviera conocimiento de la orden en su contra, será ilegal que permita que la persona suspendida se convierta o permanezca asociada sin el consentimiento de la Comisión.³⁸⁰

Aparte de las sanciones mencionadas, la normativa también impone sanciones dinerarias para aquellos que incumplan o violenten lo establecido en el Investment Advisers Act de 1940 sección 203 e y f. Estas multas serán de un mínimo de \$5,000 y de un máximo de \$100,000 para las personas naturales y de un mínimo de \$50,000 y de un máximo de \$500,000 para personas jurídicas. Asimismo, es

³⁷⁹ United States Congress. "Investment Advisers Act: March 16, 1940", sección 203 (f), consultado 28 de abril, 2020, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

³⁸⁰ Ibid.

importante indicar que el monto que se imponga dependerá de distintos criterios relacionados a la intencionalidad y gravedad del acto u omisión.³⁸¹

Al respecto, es importante mencionar que las sanciones se imponen posterior a una notificación y audiencia al investigado para que presente sus alegatos y defensa.

Por otra parte, el Investment Advisers Act establece de manera general que cualquier persona que viole intencionalmente cualquier disposición del acto, o cualquier normativa promulgada por el SEC, podrá, previa condena, ser multado con no más de \$10,000 y/o encarcelado por no más de cinco años.³⁸²

Además, el SEC puede interponer un proceso judicial ante un Tribunal de Distrito de Estados Unidos, cuando se hayan violado las disposiciones establecidas en el Investment Advisers Act, o las órdenes emitidas por el SEC. Dicho tribunal podrá imponer una penalidad civil tomando en cuenta las violaciones cometidas y si es una persona física o jurídica.³⁸³

Asimismo, resulta necesario mencionar que en Estados Unidos no existe un fondo de garantía para los asesores de inversión, ni estos tienen la obligación de contratar un seguro para hacer frente a contingencias legales.

En virtud del análisis realizado a las distintas normativas de los países, podemos concluir que si bien es cierto todas las normativas tienen ciertas diferencias en relación con la figura del asesor de inversión, en la mayoría de los países existe un consenso con respecto a los elementos que conforman la definición de asesoría de inversión. Es importante mencionar, que los sujetos que pueden prestar este servicio varían en cada país, además, en los países estudiados, la actividad de

³⁸¹ United States Congress. "Investment Advisers Act: March 16, 1940", sección 203 (i), consultado 28 de abril, 2020, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

³⁸² Ibid., sección 217(e)

³⁸³ Ibid, sección 209(e)

asesoría de inversión se considera parte de la actividad de intermediación de valores, a excepción del caso de México.

En este sentido, se llega a la conclusión de que, en estos países, únicamente pueden prestar el servicio de asesoría de inversión, los sujetos debidamente inscritos, autorizados y supervisados por la entidad respectiva. Al respecto, es importante recalcar que en el caso de Colombia la figura del asesor de inversión independiente se encuentra prohibida.

Por otra parte, los requisitos para prestar la asesoría de inversión varían en cada país dependiendo del sujeto que vaya a prestar el servicio. En cuanto a las obligaciones, estas son bastante similares en todos los países estudiados, por cuanto todos son miembros de la IOSCO y, por ende, han ido adaptando su normativa a los principios y objetivos de esta organización, tales como la protección al inversionista, el aseguramiento de que los mercados sean justos, eficientes y transparentes y la reducción del riesgo sistemático.

Por último, en cuanto a las sanciones, estas suelen ser pecuniarias o no, dentro de estas últimas, podemos mencionar la suspensión o revocatoria de la autorización para la prestación del servicio y las amonestaciones públicas.

Analizado lo anterior, en la siguiente sección se procederá a presentar una propuesta de regulación a la actividad de asesoría de inversión independiente, tomando en cuenta los elementos que puedan ser incluidos en la regulación costarricense.

Sección Segunda: Propuesta de regulación de los asesores de inversión independientes en Costa Rica.

Anteriormente, se concluyó que la regulación de los asesores de inversión independiente debe de realizarse por vía legal. Sin embargo, no se indicó el contenido mínimo que debe tener esta normativa, por lo que a continuación se propondrán y mencionarán los aspectos esenciales que debe contener una futura regulación de los asesores de inversión independiente, partiendo de la normativa costarricense actual, de la legislación internacional estudiada y de los principios IOSCO. Para esto, se dividirá esta sección de la misma manera en la que se estudió el derecho comparado, sea: i) definición de asesoría de inversión; ii) definición de la figura de asesor independiente; iii) requisitos; iv) obligaciones; y v) sanciones y régimen de responsabilidad.

Al respecto, es importante mencionar que IOSCO, es la organización internacional reconocida como el emisor de estándares globales para la regulación de valores, el cual reúne a las entidades reguladoras de distintos países para desarrollar, implementar y promover la adhesión a los estándares internacionales en materia de regulación de valores.³⁸⁴ En el caso de Costa Rica, la SUGEVAL, debido a su condición de entidad reguladora del mercado de valores, es clasificado como un miembro ordinario de la IOSCO.

Dicho lo anterior, la SUGEVAL al formar parte de esta organización, la regulación del mercado de valores costarricense debe ajustarse a los estándares mínimos establecidos por la IOSCO, los cuales son: i) prever una adecuada supervisión continua, ii) el derecho del regulador a inspeccionar los registros y las actividades empresariales, iii) otorgarle a la entidad reguladora amplias facultades de investigación y de recursos para supervisar, inspeccionar y sancionar, iv) establecer

³⁸⁴ Organización Internacional de Comisiones de Valores, "Metodología para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO", (España: International Organization of Securities Commissions, 2013), 8. Consultado 10 de octubre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Spanish.pdf>

un proceso rápido y justo conducente a medidas disciplinarias y, en su caso, a la suspensión o retirada de una licencia; y v) contar con mecanismos eficientes y eficaces para atender las quejas de los inversionistas.³⁸⁵

Asimismo, según la IOSCO, la normativa relativa a la prestación de servicios de asesoría de inversión, debe cumplir con una serie de elementos mínimos, los cuales son: i) un régimen de autorización para poder actuar como asesor de inversión independiente, ii) prohibiciones contra la autorización a personas que hayan infringido la legislación de valores, leyes financieras similares o leyes penales durante un período concreto anterior a su aplicación, iii) requisitos para el mantenimiento de registros, iv) requisitos de divulgación de información clara y detallada por el asesor a sus potenciales clientes y v) normas y procedimientos diseñados para evitar garantías de resultados de inversión futuros y para dar respuesta a los posibles conflictos de interés.³⁸⁶

En virtud de lo anterior, la propuesta se ajustará a dichos estándares mínimos y a las mejores prácticas observadas en el estudio de derecho comparado.

³⁸⁵ International Organization of Securities Commissions, “Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”, (España: International Organization of Securities Commissions, 2017), 191. Consultado 22 setiembre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

³⁸⁶ Ibid., 182.

A. Definición de asesoría de inversión.

A pesar de que en el RIAC se define la asesoría de inversión, resulta necesario que este concepto se plasme explícitamente en la ley. De conformidad con la doctrina estudiada, se considera que la definición que contiene el RIAC con respecto a la asesoría de inversión, incluye los elementos esenciales que actualmente se utilizan en los estándares internacionales, tales como:

1. Las recomendaciones deben ser personalizadas o individualizadas.
2. Las recomendaciones deben basarse en el perfil y objetivo del inversionista.
3. Las recomendaciones deben ser sobre una o más operaciones relativas a los valores o instrumentos financieros.

En virtud de lo anterior, la definición que se establezca en la ley, debe ser igual a la indicada en el RIAC.

B. Definición de la figura del asesor de inversión independiente

Dado que actualmente existe un número considerable de personas, tanto físicas como jurídicas, que prestan el servicio de asesoría de inversión sin ningún tipo de control o autorización por parte de la SUGIVAL, resulta necesario plasmar y definir en la ley la figura del asesor de inversión independiente.

Ahora bien, en dicha definición se deberá de contemplar lo siguiente:

1. Los sujetos que serán considerados asesores de inversión independientes. Al respecto, es importante mencionar que en la mayoría de las regulaciones estudiadas (México, España y Estados Unidos) los asesores de inversión independiente pueden ser personas físicas o jurídicas. Ahora bien, en virtud de lo que ocurre en Costa Rica, en donde la asesoría de inversión independiente es brindada tanto por empresas como por profesionales

independientes, se concluye que en la normativa costarricense también se debe permitir que estos asesores sean tantas personas físicas como jurídicas.

2. Los sujetos únicamente podrán prestar el servicio de asesoría de inversión en valores o instrumentos financieros en el mercado nacional e internacional; y este debe ser prestado de manera habitual y profesional.

C. Requisitos para ser asesores de inversión independientes.

De acuerdo con los principios IOSCO, las regulaciones relativas al mercado de valores deben establecer normas mínimas para sus participantes y garantizar un trato igualitario para todos. Además, deben reducir el riesgo para los inversionistas de una pérdida causada por negligencia o conducta ilegal y/o por capital inadecuado. Es decir, en las normas mínimas de acceso al mercado de valores, debe quedar claro el criterio de autorización y los requisitos que deben cumplirse de manera permanente.³⁸⁷

Aunado a lo anterior y de acuerdo con las normas estudiadas en el derecho comparado, así como establecido en los principios 29, 30 y 31 de IOSCO, los requisitos mínimos que debe establecer la normativa son:

1. Un régimen de autorización para actuar como asesor de inversiones, así como asegurar el acceso de los ciudadanos a una lista actualizada de asesores de inversiones autorizados.³⁸⁸ En el caso de Costa Rica, se debería establecer en la normativa que aquellas personas que quieran ser asesores de inversión independientes deben contar con autorización por parte de la SUGEVAL y estar inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), el cual puede ser consultado de manera pública.

³⁸⁷ International Organization of Securities Commissions, "Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation", (España: International Organization of Securities Commissions, 2017), principle 29, 194. Consultado 10 setiembre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

³⁸⁸ Ibid., principle 29, 196.

2. Un requerimiento de un capital mínimo permanente para las personas jurídicas, como condición para su autorización. El monto del capital mínimo deberá ser actualizado anualmente por la SUGEVAL de acuerdo con el índice de precios del consumidor para que no pierda su valor en el tiempo. Este requisito debe estar basado en una prueba de suficiencia de capital; y el monto que se establezca en la normativa, debe de tomar en cuenta la naturaleza, riesgos y cuantía del negocio.³⁸⁹ Se considera importante, autorizar a la SUGEVAL para que imponga restricciones al asesor en caso de que su capital se deteriore o caiga por debajo del mínimo exigido, así como para que modifique el capital mínimo establecido según un índice de precios.

Por otra parte, se le deberá requerir a los asesores de inversión persona física, la suscripción de un seguro de responsabilidad civil profesional para responder a los posibles daños causados en el ejercicio de su profesión.

De acuerdo con el principio 30 de IOSCO, este requisito es de suma importancia porque fomenta la confianza en los mercados de valores, la protección de los inversionistas y la integridad y estabilidad de los sistemas financieros. Además, garantiza que el asesor de inversión independiente mantenga los recursos financieros suficientes para cumplir con los compromisos de su negocio, así como para hacer frente a los riesgos a los que está expuesto.³⁹⁰

3. Prohibiciones contra la autorización para prestar el servicio de asesoría de inversión a las personas que hayan infringido la legislación de valores, o leyes financieras similares, o bien leyes penales durante un período concreto anterior a su aplicación.³⁹¹ En el caso de personas jurídicas, esta limitación se debe aplicar a directivos, gerentes, agentes y socios, lo anterior por cuanto en la normativa de los países estudiados y los principios IOSCO, los asesores

³⁸⁹ International Organization of Securities Commissions, “Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”, (España: International Organization of Securities Commissions, 2017), principle 30, 200. Consultado 10 setiembre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

³⁹⁰ Ibid.

³⁹¹ Ibid., principle 29, 196.

de inversión deben contar con honorabilidad e idoneidad para prestar dicha asesoría, con el fin de garantizar mayor seguridad a los inversionistas; un claro ejemplo de lo anterior, es el caso de Estados Unidos en donde la solicitud de registro para ser asesor de inversión puede ser denegado: i) si la persona que solicita el registro ha sido condenada en los últimos 10 años por un delito grave, o ii) si se ha declarado alguna violación de ley o norma relacionada a materia de inversión y valores.

4. Establecer en la ley que los asesores de inversión independientes y su personal, deben cumplir con ciertas condiciones o criterios de idoneidad, los cuales deberán ser especificados en un reglamento. Es decir, en este se debe indicar expresamente cuáles son los debidos conocimientos y experiencia con los que deben contar para ejercer sus funciones. Lo anterior, se podría acreditar por medio de títulos académicos, curriculum vitae y experiencia en el área. Un ejemplo de esto se observa en Estados Unidos, en donde se solicita brindar información acerca de los antecedentes educativos, experiencia comercial e historial disciplinario de los empleados.
5. Solicitar la presentación de un programa de actividades, en donde se especifique los valores e instrumentos financieros sobre los que se prestará el servicio de asesoría de inversión, tal y como se requiere en la regulación española; esto para garantizar una mayor transparencia y eficiencia a favor del inversionista y del mercado de valores.
6. Solicitar que el asesor de inversión cuente con un gobierno corporativo según su naturaleza operativa en el cual se indique la estructura organizacional de la empresa (en el caso de personas jurídicas), los recursos técnicos y humanos, así como exigir el establecimiento de políticas oportunas, procedimientos internos para el cumplimiento de la legislación de valores y una adecuada organización interna.

Lo anterior, de conformidad con lo establecido en el principio 31 de IOSCO, así como en la normativa de México y España, en donde se exige como requisito que la organización administrativa, los procedimientos de control interno y los medios humanos y técnicos sean suficientes y eficientes para

brindar el servicio de asesoría, lo cual ha reforzado la protección de los intereses del inversionista.

7. Solicitar la presentación de un reglamento interno de conducta tanto para el asesor de inversión, como para las personas bajo su supervisión. Esto en consonancia con los objetivos de IOSCO, los cuales se enfocan en que “los inversionistas deben ser tratados de manera justa y equitativa por parte de los intermediarios de mercado, de acuerdo con unas normas que deben quedar recogidas en un código de conducta empresarial”³⁹². Al respecto, es importante mencionar que todos los países estudiados cumplen con este requisito, por lo que se ajustan al estándar internacional establecido por IOSCO.
8. Solicitar el establecimiento de políticas y procedimientos para el manejo de posibles conflictos de interés, tanto para el asesor de inversión como para sus agentes y directivos. Estas políticas deben establecer los procedimientos adecuados para la gestión y detección, así como las medidas oportunas a tomar ante los posibles conflictos de interés, con el fin de que la toma de decisiones sea imparcial y que se dé un trato equitativo a sus clientes.³⁹³ Este requerimiento es de suma importancia por cuanto el asesor de inversión siempre debe anteponer los intereses de sus clientes a los propios.

Finalmente, es importante que en la normativa se indique que el CONASSIF y la SUGEVAL podrán establecer otros requisitos por vía de reglamento y que los asesores de inversión independientes pueden estar sujetos a otros requisitos generales ya establecidos en la LRMV.

³⁹² International Organization of Securities Commissions, “Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”, (España: International Organization of Securities Commissions, 2017), 11. Consultado 16 setiembre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

³⁹³ Ibid., principle 24, 157.

D. Obligaciones para los asesores de inversión independientes

Una vez establecidos los requerimientos para la inscripción y autorización de los asesores de inversión independiente, es importante que la normativa indique las diversas obligaciones a las que estarán sometidos, para asegurar que la prestación de su actividad se realice conforme a las mejores prácticas y en pro de la protección al inversionista. Ahora bien, las principales obligaciones que debería de contener dicha normativa son:

1. Suscribir un contrato claro y detallado con el cliente en donde se establezcan las características esenciales del servicio.
2. Elaborar el perfil del inversionista, analizando aspectos tales como: nivel de tolerancia al riesgo, situación financiera, objetivo de la inversión, experiencia y conocimiento de inversiones. La elaboración de este perfil es de suma importancia por cuanto con base en este se realizarán las recomendaciones profesionales y se determinarán los productos que se ajusten a las necesidades e intereses del inversionista.
3. Llevar un registro de cada uno de sus clientes, que contenga como mínimo lo siguiente: i) perfil del inversionista, ii) perfil de los productos financieros estudiados, iii) recomendaciones realizadas y iv) notificaciones sobre conflictos de interés. De acuerdo con la IOSCO este registro debe de conservarse por un plazo razonable, por cuanto facilita la función de supervisión por parte del ente regulador y la protección del inversionista.³⁹⁴ Es decir, se debe establecer claramente el derecho de la SUGEVAL a solicitar dichos registros para cumplir con su función de supervisión y sanción. Adicionalmente, el asesor debe realizar una debida diligencia de conozca a su cliente con el fin de prevenir el lavado de activos y el financiamiento del

³⁹⁴ International Organization of Securities Commissions, "Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation", (España: International Organization of Securities Commissions, 2017), principle 31, 208. Consultado 16 setiembre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

terrorismo en los mismos términos que el resto de los practicantes del mercado financiero.

4. Brindar recomendaciones con base en el perfil del cliente y de los productos, es decir deben verificar la compatibilidad del perfil del producto con el perfil del inversionista. Además, es necesario que tanto los agentes como el propio asesor de inversiones -en caso de persona física-, deben tener pleno conocimiento del perfil de los productos ofrecidos y del perfil de sus clientes. Esta obligación se encuentra establecida en todas las normativas estudiadas y resulta de gran importancia para que la recomendación brindada al inversionista sea conforme a sus intereses y objetivos.
5. Prohibir la recepción en depósito, administración, custodia, o en garantía por cuenta de terceros, dinero o valores que pertenezcan a sus clientes, salvo tratándose de las remuneraciones por la prestación de sus servicios. Esto por cuanto los asesores de inversión independientes únicamente se dedicarán a la prestación del servicio de asesoría.
6. Prohibir que el asesor de inversión independiente ofrezca rendimientos garantizados a sus clientes. Lo anterior por cuanto el asesor de inversión no puede prever por completo las fluctuaciones propias de cualquier mercado de valores.
7. Informar a sus clientes por vía escrita, de manera clara y detallada, sobre el servicio de asesoría en general, como, por ejemplo: experiencia y nivel académico, estructura de tarifas y otros gastos cargados a los clientes. Asimismo, se debe informar sobre cualquier conflicto de interés que exista o que pueda presentarse.

Ahora bien, en referencia con este último punto, sean los conflictos interés, resulta importante profundizar en el tema debido a las repercusiones que estos pueden tener en la prestación de los servicios de asesoría de inversión.

Los conflictos de interés surgen cuando los asesores de inversión interponen sus intereses sobre los de sus clientes. Estos pueden presentarse de muchas formas y pueden ser actuales, aparentes o futuros.³⁹⁵

La importancia de regular los conflictos de interés, surge de la necesidad de proteger a los inversionistas y la confianza e integridad del mercado de valores. Si bien es cierto, no todos los conflictos de interés pueden causar un daño particular a los inversionistas y a la integridad del mercado de valores, todos incrementan estos riesgos.³⁹⁶

Al respecto, IOSCO indica que las herramientas regulatorias que se adopten dependerán de la estructura legal y del funcionamiento del mercado en cada país. Asimismo, indica que el intermediario del mercado, sea en este caso el asesor de inversión, debe garantizar un trato imparcial a todos sus clientes y adoptar medidas razonables para gestionar los posibles conflictos y así evitar un perjuicio a los intereses de sus clientes.³⁹⁷

Entre las medidas que pueden adoptarse se encuentran: i) el establecimiento de procedimientos y políticas específicas, ii) la divulgación de los conflictos, o iii) abstenerse de brindar el servicio (lo cual resulta poco común). Es importante mencionar, que estas políticas y procedimientos deben identificar los conflictos, indicar las medidas apropiadas para abordarlos y monitorear su efectividad. Asimismo, en el caso de la divulgación de los conflictos, la información brindada debe ser clara y suficiente para que el inversionista,

³⁹⁵ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, “Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings”, (España: International Organization of Securities Commissions, 2007), 4. Consultado 10 octubre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD239.pdf>

³⁹⁶ Ibid., 6.

³⁹⁷ Organización Internacional de Comisiones de Valores, “Metodología para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO”, (España: International Organization of Securities Commissions, 2013), 47. Consultado 10 de octubre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Spanish.pdf>

dependiendo de su nivel de profesionalidad, comprenda todos los elementos que puedan afectar la independencia y objetividad del asesor.³⁹⁸

En virtud de lo anterior, se considera que el enfoque más efectivo para abordar los conflictos de interés, de acuerdo con los principios IOSCO y al derecho comparado estudiado, es el establecimiento de la obligación de divulgar el conflicto de interés y contar con políticas y procedimientos adecuados para resolverlos. Ahora bien, en cuanto a la aceptación de beneficios económicos por parte de otros participantes del mercado de valores, si bien es cierto se considera que el escenario ideal sería prohibir este tipo de compensaciones -para aumentar la protección del inversionista-, lo cierto es que actualmente, parte de las ganancias que reciben los asesores de inversión provienen de estos beneficios, por lo que su prohibición podría desincentivar la inscripción ante la SUGEVAL y el surgimiento de nuevos asesores de inversión independientes.

Es importante resaltar que de acuerdo con la LRMV³⁹⁹, la SUGEVAL es la encargada de dictar las normas necesarias para regular los conflictos de interés entre los participantes del mercado de valores, por lo que será en estas en donde se contemplen los aspectos específicos con respecto a los asesores de inversión independiente y los conflictos de interés.

Finalmente, los asesores de inversión independientes deberán estar obligados a cumplir con lo indicado en la LRMV, los reglamentos que emita el CONASSIF en esta materia y con las obligaciones establecidas en los contratos de asesoría celebrados con sus clientes.

³⁹⁸ Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, "Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings", (España: International Organization of Securities Commissions, 2007), 7. Consultado 10 octubre 2020, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD239.pdf>

³⁹⁸ Ibid., 6.

³⁹⁹ Asamblea Legislativa, "Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998", La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 114. SINALEVI (consultado el 22 de setiembre, 2020)

E. Sanciones y régimen de responsabilidad de los asesores de inversión independiente

Se considera que la legislación debe de contemplar que las infracciones y sanciones que se apliquen a los intermediarios de valores que prestan el servicio de asesoría de inversión, también aplican a los asesores de inversión independientes, esto por cuanto resulta necesario que exista igualdad en la prestación de un mismo servicio para todos los participantes.

De acuerdo con lo observado en el derecho comparado, es importante que en la normativa se establezca claramente, las infracciones y las sanciones aplicables en caso de incumplimiento, ya que, estas constituyen un mecanismo para propiciar la disciplina y el buen funcionamiento del mercado de valores.

En los países estudiados las normativas muestran gran similitud en cuanto a las infracciones y sanciones establecidas. Al respecto, se considera que muchas de ellas resultan aplicables a nuestra normativa, e inclusive ya están contempladas en la LRMV para los participantes actualmente regulados. En virtud de lo anterior, consideramos que las infracciones mínimas que debe contemplar la ley para aquellas personas que brinden el servicio de asesoría de inversión son las siguientes:

1. No contar con calidad técnica, honorabilidad, o con el capital mínimo exigido, para desempeñar sus funciones.
2. Incumplir con las solicitudes de información y documentación que les soliciten las entidades reguladoras.
3. Remitir a las entidades supervisoras información falsa, engañosa o que contenga vicios, o errores.
4. Realizar actividades ilícitas en el mercado, o prestar el servicio de asesoría sin contar con la autorización correspondiente.
5. Proporcionar los servicios de asesoría sin contar con las políticas, lineamientos o mecanismos de control interno.

6. Omitir documentar o conservar dentro del plazo legal establecido, la documentación e información relativa al cliente, sus recomendaciones y demás documentos establecidos en la normativa.
7. Omitir proporcionar a sus clientes información sobre los productos financieros, rendimientos y costos por los servicios que proporcionen.
8. Violar las disposiciones relacionadas con conflictos de interés.

Asimismo, se recomienda que estas infracciones sean categorizadas en infracciones leves, graves o muy graves, para establecer así sanciones proporcionales. Con respecto a estas últimas, se considera que, para aquellos que realicen la actividad de asesoría de inversión, la normativa costarricense debe de contemplar las siguientes sanciones: i) multas, ii) suspensión o cancelación de la autorización para prestar el servicio por un plazo de hasta cinco años, iii) suspensión o separación en el ejercicio de sus funciones por un plazo de hasta cinco años, iv) amonestaciones públicas y/o privadas, o v) limitación del volumen de las actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores por un plazo de hasta cinco años. Es importante indicar que el derecho comparado es homogéneo en cuanto a las sanciones, ya que, las regulaciones estudiadas contemplan todas estas, las cuales tienen como finalidad propiciar el cumplimiento de la normativa, la protección del inversionista y la seguridad jurídica del mercado de valores.

Por otra parte, dichas sanciones podrán ser impuestas tanto al asesor de inversión, como a miembros que ejerzan cargos de administración o dirección, que hayan sido responsables de la infracción.

Además, es importante mencionar que la entidad supervisora deberá aplicar los criterios de valoración establecidos en el artículo 164 de LRMV, los cuales son: i) la gravedad de la infracción, ii) la amenaza o el daño causado, iii) los indicios de intencionalidad, iv) la capacidad de pago, v) la duración de la conducta y vi) la

reincidencia del infractor.⁴⁰⁰ Esto para que las sanciones que se vayan a aplicar sean proporcionales y que, por ende, el sistema sancionatorio sea eficaz.

Finalmente, en cuanto al régimen de responsabilidad, no se considera necesario que los asesores de inversión independientes personas jurídicas suscriban algún tipo de garantía para hacer frente a los riesgos derivados de la actividad de asesoría, por cuanto la exigencia de un capital mínimo -tanto al momento de solicitar la autorización como a lo largo de la prestación de sus servicios-, asegura que este cuenta con la capacidad económica para hacerle frente a las posibles contingencias legales. Por otra parte, en el caso de los asesores de inversión personas físicas, al no exigírseles un capital mínimo, sí resulta necesario la suscripción de un seguro de responsabilidad civil profesional.

Ahora bien, dadas las características cambiantes del mercado de valores, sus participantes, productos e instrumentos, resulta fundamental que en la ley solamente se establezcan los aspectos generales que fueron mencionados anteriormente y que, en esta, se habilite al CONASSIF para establecer por vía de reglamento aspectos específicos. Lo anterior, por los siguientes motivos: i) la SUGEVAL y el CONASSIF tienen conocimientos especializados en la materia, por lo que poseen la capacidad técnica para definir el resto de lineamientos necesarios para la prestación de la actividad de asesoría de inversión y el buen funcionamiento del mercado de valores; y ii) para evitar la dependencia de la actividad legislativa, ya que, como se mencionó anteriormente, el mercado de valores es muy cambiante y la actualización de la regulación se vería obstaculizada por el engorroso procedimiento legislativo.

Por último, resulta necesario recalcar la importancia de incluir en la normativa los aspectos mencionados anteriormente, por cuanto son el resultado de las mejores prácticas adoptadas por las distintas regulaciones estudiadas y que a su vez, se

⁴⁰⁰ Asamblea Legislativa, "Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998", La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998): artículo 164. SINALEVI (consultado el 21 de setiembre, 2020)

ajustan a los estándares internacionales establecidos por IOSCO, por lo que se lograría el fin primordial, sea la protección del inversionista y un mercado de valores transparente, organizado y eficiente.

Conclusiones

Se derivan las siguientes conclusiones de lo desarrollado en la presente investigación:

- La creciente y constante globalización, los cambios tecnológicos, el surgimiento de nuevos productos y servicios financieros más complejos, así como el crecimiento del número de inversionistas, ha provocado cambios en el funcionamiento del mercado de valores en Costa Rica. Surgiendo así la necesidad de mejorar y adaptar la normativa a estos cambios, para proteger a los inversionistas y al mercado de valores en general. Es por lo anterior que aumenta la importancia de la prestación de un buen servicio de asesoría de inversión, dado el impacto que esta tiene en las decisiones del inversionista y en la confianza hacia el mercado de valores.
- En Costa Rica se regula la actividad de asesoría de inversión por medio del Reglamento de Intermediación y Actividades Conexas, aprobado por el CONASSIF, el cual establece la actividad de asesoría de inversión como un servicio de intermediación de valores, por lo que únicamente podrá ser ofrecido públicamente por los intermediarios de valores autorizados por la SUGEVAL. Asimismo, establece la definición de asesoría de inversión, los requisitos para prestar el servicio y sus obligaciones.
- Los asesores de inversión independientes en Costa Rica no son considerados intermediarios de valores regulados, ni supervisados, por lo que las disposiciones establecidas en el RIAC sobre el ejercicio de la actividad de asesoría de inversión no les es aplicable. En virtud de lo anterior, los asesores de inversión independientes no se encuentran regulados por la

normativa costarricense, ni están supervisados por la SUGEVAL, existiendo así un vacío legal en este tema.

- La falta de regulación de los asesores de inversión independientes en Costa Rica provoca un arbitraje regulatorio al no estar obligados a cumplir con estándares mínimos de protección al inversionista, una desprotección del inversionista, afectando, además, la transparencia, equidad y eficiencia del mercado de valores. En este sentido, los intermediarios de valores regulados al estar sometidos a las diferentes normativas para la prestación del servicio de asesoría de inversión, sufren una desventaja con respecto a los asesores de inversión independiente, por cuanto los primeros deben de cumplir con una serie de requisitos y obligaciones; estando así bajo la constante supervisión de la SUGEVAL.
- En distintas jurisdicciones estudiadas se ha determinado la necesidad de regular a todos aquellos sujetos que presten el servicio de asesoría de inversión ya sea permitiendo y regulando la figura del asesor de inversión independiente, o dejando la prestación de este servicio únicamente a intermediarios de valores autorizados. Algunos de los factores más relevantes que determinaron esta necesidad fueron: i) la inadecuada prestación del servicio de asesoría de inversión, debido a la no determinación del perfil del inversionista, ii) la anteposición de los intereses del asesor de inversión sobre los del inversionista (conflictos de interés), iii) la pérdida de confianza en el mercado de valores por parte de los inversionistas, debido a las grandes pérdidas de sus inversiones financieras y iv) las crisis financieras y los cambios de los mercados de valores.
- La falta de regulación de los asesores de inversión independientes en Costa Rica, se debe de resolver lo antes posible para aumentar la protección del inversionista, así como la eficiencia, equidad y transparencia del mercado de valores.
- Le corresponde a la SUGEVAL y al CONASSIF proponer, aprobar y emitir la normativa relativa a la regulación del mercado de valores, por medio de la potestad reglamentaria que se les ha otorgado.

- La Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia y la Sala Constitucional han emitido interpretaciones en relación con el alcance de la potestad reglamentaria del CONASSIF. La Sala Constitucional establece que el CONASSIF en sentido amplio puede emitir reglamentos autónomos y le confiere mayor alcance a esta potestad, basada en las relaciones de sujeción especial. Mientras que la Sala Primera, desde el punto de vista de la legalidad a casos concretos, tiene una visión más restrictiva, ya que, considera que la existencia de una relación de sujeción especial no varía los límites de la potestad reglamentaria. Asimismo, la Sala Primera considera que el CONASSIF puede emitir dos tipos de reglamentos sean los autónomos y los derivados de una habilitación legal expresa.
- Partiendo de la posición de la Sala Primera, se concluye que ante la ausencia de norma legal expresa, los asesores de inversión independientes no pueden ser regulados por el CONASSIF, por medio de reglamentos autónomos, por cuanto no se estaría regulando lo referente a la organización, competencias, distribución interna, ni la organización de la prestación del servicio de los órganos internos del BCCR, sino que se pretende regular una nueva figura. Asimismo, al no ser los asesores de inversión independientes sujetos fiscalizados, no es posible ampliar el ámbito de competencia de los reglamentos autónomos por medio de la existencia de una relación de sujeción especial.
- La potestad reglamentaria otorgada al CONASSIF se encuentra limitada por lo establecido en los artículos 2,3,8 y 171 de la LRMV. Estas normas no lo habilitan para regular nuevos sujetos como son los asesores de inversión independientes.
- Asimismo, el CONASSIF no puede regular a los asesores de inversión independiente por cuanto: i) según el principio de legalidad mediante un reglamento no se puede innovar la ley, es decir, quebrantarla ya sea permitiendo lo que ella prohíbe, creando obligaciones, deberes o requisitos nuevos o suprimiendo derechos; ii) según el principio de reserva de ley, los derechos y libertades fundamentales únicamente pueden ser limitados y

regulados por vía legal, esto aplica en el caso de los asesores de inversión independientes, porque al regularlos se limitarían los derechos fundamentales de libertad de empresa o libertad de comercio y la libertad de contratación; y iii) en la LRMV no se establece una potestad sancionadora aplicable a aquellos participantes del mercado de valores que no se encuentren regulados en dicha ley, por ello y con base en el principio de legalidad y de reserva de ley, el CONASSIF no tiene las potestades suficientes para establecer vía reglamentaria sanciones e infracciones aplicables a los asesores de inversión independientes.

- Analizada la potestad reguladora del CONASSIF, la jurisprudencia nacional y los principios constitucionales aplicables a la regulación de la figura de los asesores de inversión independientes, se concluye que el CONASSIF no tiene las potestades suficientes para regular vía reglamentaria esta figura y que es por vía legal que se debe de regular a los asesores de inversión independientes.
- La normativa de México, Colombia, España y Estados Unidos regula la figura del asesor de inversión independiente. En cada uno de estos países se establecen aspectos similares en cuanto a requisitos, obligaciones, sanciones y régimen de responsabilidad; excepto en el caso de Colombia, en donde la actividad de asesoría de inversión únicamente puede ser prestada por intermediarios de valores debidamente autorizados y se prohíbe la figura del asesor de inversión independiente.
- Para prestar el servicio de asesoría de inversión independiente, estos sujetos deben de cumplir con ciertos requisitos y obligaciones, siendo las más comunes en las distintas normativas: i) registrarse o solicitar la autorización respectiva ante la entidad reguladora, ii) tanto el asesor como su personal debe de contar con el conocimiento necesario para brindar una adecuada asesoría, iii) elaborar un perfil del inversionista, así como de los productos y llevar un registro de cada uno de ellos, iv) brindar información clara y detallada al cliente, v) el establecimiento de políticas y procedimientos para el manejo de posibles conflictos de interés. Asimismo, se deben determinar

las sanciones aplicables para los asesores de inversión independientes, siendo las más frecuentes: multas, suspensión o revocación de la autorización para la prestación del servicio y amonestaciones públicas o privadas.

- Se han establecido estándares mínimos internacionales a los que deben ajustarse las regulaciones, referentes a la prestación del servicio de asesoría de inversión. En el caso de Costa Rica, al ser la SUGEVAL un miembro ordinario de la IOSCO, deben realizarse los esfuerzos posibles para que la regulación del país se ajuste a los principios que ha establecido esta organización internacional.
- Los elementos mínimos que establece la IOSCO para la prestación de servicios de asesoría de inversión son los siguientes: i) un régimen de autorización para poder actuar como asesor de inversión independiente, ii) prohibiciones contra la autorización a personas que hayan infringido la legislación de valores, leyes financieras similares o leyes penales durante un período concreto anterior a su aplicación, iii) requisitos para el mantenimiento de registros, iv) requisitos de divulgación de información clara y detallada por el asesor a sus potenciales clientes y v) normas y procedimientos diseñados para evitar garantías de resultados de inversión futuros y para dar respuesta a los posibles conflictos de interés.
- De acuerdo con la doctrina, al derecho comparado y a los principios IOSCO estudiados, se recomienda que la reforma legal contenga los siguientes elementos:
 - Definir que se entenderá por asesoría de inversión. Actualmente dicha definición se encuentra contemplada en el RIAC, sin embargo, se considera necesario que esta definición se plasme explícitamente en la ley. Dado que la definición que contiene el RIAC cumple con los elementos esenciales que actualmente se contemplan en los estándares internacionales y en el derecho comparado, se considera que dicha definición debe ser igual a la indicada en el RIAC.

- Definir la figura del asesor de inversión independiente. Esta definición debe contemplar que serán considerados asesores de inversión independientes y solo podrán prestar el servicio de asesoría de inversión.
- Determinar los requisitos para ser autorizados como asesores de inversión independientes por la SUGIVAL, entre los cuales se debe incluir: i) un requerimiento de capital mínimo, en el caso de personas jurídicas y la suscripción de un seguro de responsabilidad civil profesional, en el caso de personas físicas, ii) prohibiciones contra la autorización para prestar el servicio de asesoría de inversión a las personas que hayan infringido la legislación de valores, o leyes financieras similares, o bien leyes penales durante un período concreto anterior a su aplicación, iii) que los asesores de inversión independientes y su personal deben cumplir con ciertas condiciones y criterios de idoneidad, iv) la presentación de un programa de actividades, en donde se especifique los valores e instrumentos financieros sobre los que se prestará el servicio de asesoría de inversión, v) el establecimiento de un gobierno corporativo, vi) la presentación de un reglamento interno de conducta y vii) el establecimiento de políticas y procedimientos para el manejo de posibles conflictos de interés.
- Establecer las obligaciones de los asesores de inversión independientes, dentro de los cuales se encuentran: i) la suscripción de un contrato en donde se detallen las características del servicio, ii) elaborar el perfil del inversionista, iii) llevar un registro de cada uno de sus clientes, iv) brindar recomendaciones con base en el perfil del cliente y de los productos, v) prohibir la recepción en depósito, administración, custodia, o en garantía por cuenta de terceros, dinero o valores que pertenezcan a sus clientes, salvo tratándose de las remuneraciones por la prestación de sus servicios, vi) prohibir que el asesor de inversión independiente ofrezca rendimientos garantizados

a sus clientes y vii) informar a sus clientes por vía escrita sobre el servicio de asesoría en general, así como sobre cualquier conflicto de interés que exista o pueda presentarse.

- Describir las infracciones y sanciones para los asesores de inversión independientes que incumplan con la normativa. Asimismo, se recomienda que estas infracciones sean categorizadas en infracciones leves, graves o muy graves, para establecer así sanciones proporcionales, como las siguientes: i) multas, ii) suspensión o cancelación de la autorización para prestar el servicio por un plazo de hasta cinco años, iii) suspensión o separación en el ejercicio de sus funciones por un plazo de hasta cinco años, iv) amonestaciones públicas y/o privadas, o v) limitación del volumen de las actividades que pueda realizar el infractor en los mercados de valores por un plazo de hasta cinco años.
- Sobre los conflictos de interés que pueden derivar de la prestación del servicio de asesoría de inversión, resulta de suma importancia que el sujeto adopte los procedimientos y políticas necesarias para informar y abordar los conflictos de forma tal, que sus intereses no se antepongan a los de sus clientes. Asimismo, resulta necesario que el inversionista comprenda plenamente todos los elementos que puedan afectar la independencia y objetividad del asesor.

Una vez realizado el presente trabajo de investigación, se llega a la conclusión de que es necesaria y urgente la aprobación de una regulación de los asesores de inversión independiente en Costa Rica, para fortalecer la protección al inversionista y la eficiencia, transparencia y equidad del mercado de valores costarricense.

Bibliografía

A. Obras generales

Alonso Ledezma Carmen, Fernández Torres Isabel, Navarro Lérida María y Palá Laguna Reyes. *Hacia un sistema financiero de nuevo cuño: reformas pendientes y andantes*. Valencia, España: Tirant lo Blanch, 2016.

Carbonell Miguel. "Sobre la reserva de ley y problemática actual". *Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Autónoma de Zacatecas, México*, No.42 (abril-junio, 2000).

Durán Parra, Miguel Ángel. "Principio de Legalidad". *El Cotidiano- Revista de la realidad mexicana*. No. 351 alcance 219 (enero-febrero 2020).

Escola, Héctor Jorge. *Compendio de Derecho Administrativo*. Buenos Aires, Argentina: Editorial de Palma, 1984.

Escoto Leiva, Roxana. *Banca Comercial*. San José, Costa Rica: Editorial Universidad Estatal a Distancia, 2007.

Greco Orlando. *Diccionario Bursátil y Bancario*. Buenos Aires, Argentina: Editorial Valletta S.A, 2008.

Hernández Aguilar Álvaro. *Derecho Bursátil: Mercado de Valores*. San José, Costa Rica: Editorial Investigaciones Jurídicas S.A, 2002.

Islas Montes, Roberto. "Sobre el principio de legalidad". *Anuario de Derecho Constitucional Latinoamericano Año XV, Montevideo, 2009*.
<http://www.corteidh.or.cr/tablas/r23516.pdf>

Jinesta Lobo, Ernesto. *Reglamento, circulares e instrucciones: como fuente de Derecho Administrativo en Costa Rica*. Actas del VIII Foro Iberoamericano de Derecho Administrativo, Panamá, 2009.

Jurado Fernández, Julio. “La Jurisprudencia Constitucional y la Regulación del Mercado”. *Revista de Ciencias Jurídicas*, No.110 (mayo-agosto, 2006). 41-68.

Palacios Goddard, Jorge y Frago Contreras, Gloria. *Prácticas de ventas: Marco regulatorio de los servicios de inversión en México en Ley Mercado de Valores: Temas Selectos*. 1.ª ed. México: Tirant lo Blanch, 2018.

Pérez Portilla Karla, *Principio de igualdad: alcances y perspectivas*. Universidad Nacional Autónoma de México, 2005.

Rincón Jaime. “Asesoría en el mercado de valores como actividad de intermediación de valores en Colombia”. En *Régimen del Mercado de Valores: Tomo III Intermediación en el mercado de valores*. 323-368. Colombia: Universidad de los Andes, 2018.

Robles Peiro Rocío, Salazar Torres Gabriel, Nucchi González Ilda y Negrete Reveles Oscar. *Ley del Mercado de Valores. Temas Selectos*. Ciudad de México, México: Editorial Tirant lo Blanch, 2018.

Varón Palomino, Juan Carlos y Abella Abondano, Germán Darío. *Régimen del Mercado de Valores*. Bogotá, Colombia: Universidad de los Andes, 2018.

B. Obras específicas

Andriola Karina. “Seminario: La declaración de Estado de Emergencia producto de las crisis económicas internacionales. Los decretos de necesidad y urgencia, su legalidad y conveniencia de cara a la crisis. Efectos económicos de las medidas impositivas en el IVA a nivel nacional”. Facultad de Ciencias Jurídicas y Sociales, Universidad Nacional de la Plata, 2011. Consultado 20 de marzo, 2019 http://www.iursoc.unlp.edu.ar/documentos/publicaciones/Declar_Estado_Emerg_crisis_econ_int.pdf

Camacho Arnoldo. *El sistema financiero costarricense en los últimos 25 años: Regulación y supervisión*. San José, Costa Rica: Academia de Centroamérica, 2014. Consultado 20 de marzo, 2019 <https://www.academiaca.or.cr/wp-content/uploads/2017/03/regulacion-y-supervision.pdf>
Centro de Información Jurídica en Línea. *Reglamento Autónomo*. San José, C.R.: CIJUL, 2007.

Centro de Información Jurídica en Línea. *Relaciones de Sujeción Especial en el Derecho Administrativo*. San José, C.R.: CIJUL, 2009.

Comisión Nacional Bancaria y de Valores. *Requisitos para obtener registro como asesores en inversión: personas morales*. México: s.f. https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/96434/Requisitos_AEI-Personas-morales.pdf

Comisión Nacional Bancaria y de Valores. *Requisitos para obtener registro como asesores en inversión: personas físicas*. México: s.f. https://www.gob.mx/cms/uploads/attachment/file/457083/Requisitos_AEI-Personas_fisicas.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Guía sobre la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversión*. Madrid, España: 2010. https://www.cnmv.es/DocPortal/GUIAS_Perfil/GuiaAsesoramientoInversion.pdf

Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Manual Solicitud de Autorización de Empresas de Asesoramiento Financiero (Personas Jurídicas)*. España: s.f.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. *Manual Solicitud de Autorización de Empresas de Asesoramiento Financiero (Personas Físicas)*. España: s.f.

Fradique-Méndez Carlos, *Guía del Mercado de Valores*. Bolsa de Valores de Colombia 2014.

https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Empresas/Guia_Mercado_Valores?action=dummy

International Organization of Securities Commissions. "Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation", (España: International Organization of Securities Commissions, 2017). <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>

International Organization of Securities Commissions. "Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation", (España: International Organization of Securities Commissions, 2017).

Leyva Luis y Caballero Gloria. "El asesoramiento en materia de inversión". *En La protección del inversionista en Iberoamérica*. 135-168. Madrid, España: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2014 <https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/03-Capitulo-3.pdf>

López Álvarez, Adriana. "Introducción a la Regulación de Valores en Estados Unidos, Revista E-mercatoria". No.2 (2008) <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3627233>

López Benítez, Mariano. *Naturaleza y presupuestos constitucionales de las relaciones especiales de sujeción*. Madrid, España: Civitas, Universidad de Córdoba, 1994.

Loría Sagot, Miguel. *El sistema financiero costarricense en los últimos 25 años: estructura y desempeño*. San José, C.R.: Academia de Centroamérica, 2013.

Munita Roncagliolo, Catalina. "Fichas resumen del marco regulatorio y autoridades supervisoras por país". *En La protección del inversor en Iberoamérica*.

Madrid, España: Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, 2014.
<https://www.iimv.org/iimv-wp-1-0/resources/uploads/2014/11/08-Anexo.pdf>

Oficina de Atención al Inversor de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
Las empresas de asesoramiento financiero (EAFI). España s.f.
https://www.aseafi.es/wp-content/uploads/2017/07/EAFI_ESP.pdf

Organización Internacional de Comisiones de Valores. “Metodología para la evaluación de la implementación de los Objetivos y Principios de regulación de los mercados de valores de IOSCO”, (España: International Organization of Securities Commissions, 2013).
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD359-Spanish.pdf>

Romero Pérez, Jorge Enrique. “El Reglamento”. *Revista de Ciencias Jurídicas*, No.47 (mayo, 1982): 55-78.

Securities and Exchange Commission. *Regulation of Investment Advisers by the U.S Securities and Exchange Commission*. Estados Unidos, 2013.
https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions. “Market Intermediary Management of Conflicts that Arise in Securities Offerings”, (España: International Organization of Securities Commissions, 2007). <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD239.pdf>

C. Textos normativos, directrices, circulares y similares

Asamblea Legislativa, “Ley 7732 de Ley Reguladora del Mercado de Valores: 27 de enero de 1998”, La Gaceta No. 18 (27 enero, 1998), SINALEVI (consultado 07 de mayo, 2020).

Asamblea Legislativa. “Ley 6227 Ley General de la Administración Pública: 2 de mayo de 1978”. SINALEVI.

Asamblea Legislativa. “Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional: 26 de setiembre de 1953”. SINALEVI (consultado el 23 de febrero 2020).

Asamblea Nacional Constituyente. “Constitución Política: del 7 de noviembre de 1949”. SINALEVI.

Bolsa Nacional de Valores, “Reglamento sobre Agentes de Bolsa: 17 noviembre 2005”, 2. Consultado el 23 febrero 2020: https://www.bolsacr.com/sites/default/files/AsesorialLegal/regl._agentes_de_bolsa.pdf

Comisión Nacional Bancaria y de Valores. “Disposiciones de carácter general aplicables a las entidades financieras y demás personas que proporcionen servicios de inversión: 9 de enero del 2015” <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20carácter%20general%20aplicables%20a%20las%20entidades%20financieras%20y%20demás%20personas%20que%20proporcionen%20servicios%20de.pdf>.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. “Circular 10/2008, de 30 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre Empresas de Asesoramiento Financiero”. <https://www.boe.es/buscar/pdf/2009/BOE-A-2009-655-consolidado.pdf>

Congreso de Colombia. “Ley 964 de 2005”: 8 de julio 2005. https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Regulacion/Mercado_de_Valores/Leyes?com.tibco.ps.pagesvc.action=updateRenderState&rp.currentDocumentID=5d9e2b27_11de9ed172b_-2e677f000001&rp.revisionNumber=1&rp.attachmentPropertyName=Attachment&com.tibco.ps.pagesvc.targetPage=1f9a1c33_132040fa022_-78750a0a600b&com.tibco.ps.pagesvc.mode=resource&rp.redirectPage=1f9a1c33_132040fa022_-787e0a0a600b

Congreso de los Estados Unidos Mexicanos. “Ley de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores: 28 de abril, 1995”
http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/46_090318.pdf

Congreso General de los Estados Unidos Mexicanos. “Ley del Mercado de Valores: 30 de diciembre del 2005”.
http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LMV_090119.pdf

Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, “Reglamento de Oferta Pública de Valores”, La Gaceta No. 100 (09 mayo, 2006). SINALEVI (consultado 9 de noviembre, 2019).

Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero. “Reglamento 1259 Reglamento de Intermediación y Actividades Complementarias y reforma varios Reglamentos: 17 de junio de 2016”. La Gaceta No. 100 (17 junio, 2016), SINALEVI (consultado 04 de abril, 2020).

Investment Adviser Regulation Office, “*Regulation of Investment Advisers by the U.S. Securities and Exchange Commission*”, (Estados Unidos: U.S Securities Exchange Commission, 2013)
https://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_investman/rplaze-042012.pdf

Jefatura del Estado. “Ley 10/24, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito” (España, 2014)
<https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2014-6726>

Jefatura del Estado. “Ley 35/2003, de 04 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva”. (España, 2003). <https://www.boe.es/buscar/pdf/2003/BOE-A-2003-20331-consolidado.pdf>

Junta Directiva de la Bolsa Nacional de Valores, “Reglamento General de la Bolsa Nacional de Valores: 17 de agosto de 1999”. Circular 05/99 (20 agosto, 1999).

Ministerio de Economía y Competitividad. “Decreto 1121 de 2008”: 11 de abril del 2008. (Colombia) <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1227881>

Ministerio de Economía y Competitividad. “Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero” (España) <https://www.boe.es/buscar/pdf/2008/BOE-A-2008-2824-consolidado.pdf>

Ministerio de Economía y Competitividad. “Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores”: 23 de octubre del 2015. <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435&b=11&tn=1&p=20180929#a>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. “Decreto 2555 de 2010”: 15 de julio de 2010. (Colombia) <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=1464776>

Ministerio de Hacienda y Crédito Público. “Decreto 661 de 2018”: 17 de abril del 2018. (Colombia) <http://www.suin-juriscol.gov.co/viewDocument.asp?id=30034965>

Procuraduría General de la República. Dictamen C-140-2012 del 05 de junio del 2012. http://www.pgrweb.go.cr/scij/Busqueda/Normativa/pronunciamiento/pro_ficha.aspx?param1=PRD¶m6=1&nDictamen=17187&strTipM=T

Securities and Exchange Commission. “Code of Federal Regulations: Commodity and Securities Exchanges: Part 275 Rules and Regulations, Investment Advisers Act of 1940”.

United States Congress. “Investment Advisers Act: March 16, 1940”, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1878/pdf/COMPS-1878.pdf>

D. Jurisprudencia

Corte Suprema de Justicia de los Estados Unidos. "Securities and Exchange Commission vs. Capital Gains Research Bureau, INC., et al." (1963). Recuperado de: <https://www.sec.gov/divisions/investment/capitalgains1963.pdf>

Procuraduría General de la República. Opinión Jurídica: OJ-053-1999 del 27 de abril de 1999.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia de Costa Rica. Recurso de amparo: Resolución 1998-03590 del 29 de mayo del 2012, 13:57 horas. Expediente: 97-007781-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Acción de inconstitucionalidad, voto 243-93 del 9 de enero de 1993, 15:45. Expediente 90-001203-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Acción de Inconstitucionalidad: voto 17599 -2006 del 6 de diciembre de 2006, 15:06 horas. Expediente 05-003588-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Acción de Inconstitucionalidad: voto 3550-1992 del 24 de noviembre de 1992, 16:00 horas. Expediente: 91-000266-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Acción de inconstitucionalidad: voto 05966-2011 de las 14:30 horas del 11 de mayo de 2011, 14:30 horas. Expediente: 09-010478-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Acción de Inconstitucionalidad: voto 3495-1992 del 19 de noviembre del 1992, 14:30 horas. Expediente: 89-000155-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Acción de Inconstitucionalidad: voto 001034-2006 de 1 de febrero del 2006, 14:39 horas. Expediente: 00-008825-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Consulta Judicial: voto 1739-1992 del 1 de julio de 1992, 11:45 horas. Expediente 90-001587-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Consulta legislativa facultativa: voto 1963-2012 del 15 de febrero del 2012, 13:50 horas. Expediente 11-016060-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Recurso de Amparo, voto 1623 - 2008 del 1 de febrero del 2008, 9:14 horas. Expediente 07-016552-0007-CO.

Sala Constitucional de la Corte Suprema de Justicia. Recurso de amparo: voto 1901-94 de las 18:36 horas del 20 de abril de 1994, 18:36 horas. Expediente: 94-001390-0007-CO.

Sala de lo Contencioso-Administrativo, España, Recurso de Casación: sentencia número 228/2018 del 15 de febrero del 2018, (expediente 2803/2015).

Sala de lo Contencioso-Administrativo, España, Recurso de Casación: sentencia número 228/2018 del 15 de febrero del 2018. Expediente 2803/2015.

Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia. Proceso de Conocimiento: voto 1000-2010 del 26 de agosto del 2010, 9:35. Expediente 08-000522-1027-CA.

Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia. Proceso de Conocimiento: voto 1290-2012 del 11 de octubre del 2012, 9:45 horas. Expediente 09-003366-1027-CA.

Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia. Proceso Ordinario: voto 470-2008 del 04 de julio del 2008, 14:40 horas. Expediente 96-000279-0177-CA.

Sala Primera de la Corte Suprema de Justicia. Proceso Ordinario: voto 798-2005 del 03 de noviembre del 2005, 8:10 horas. Expediente 00-000310-0163-CA.

Tribunal Contencioso Administrativo Sección IV. Proceso Contencioso Administrativo declarado de puro derecho: voto 00084-2019 del 12 de julio del 2019, 10:00 horas. Expediente 17-008571-1027-CA.

Tribunal Contencioso Administrativo Sección IX. Proceso Ordinario: Resolución 0002-2010 de 5 de febrero del 2010, 14:25 horas. Expediente 05-000025-0163-CA.

Tribunal Contencioso Administrativo, Sección Sexta. Proceso de puro derecho: sentencia número 245 del 31 de octubre de 2012, 16:00 horas. Expediente: 11-005775-1027-CA.

Tribunal Contencioso Administrativo Sección Sexta, Proceso de Puro Derecho: resolución número 20-2012 del 1 de febrero del 2012, 14:20. Expediente 11-002877-1027-CA.

E. Tesis, tesinas, disertaciones y otros estudios similares

Alvarado Méndez Heiry. "Génesis y realidad actual de la Bolsa Nacional de Valores. Análisis jurídico - histórico y sus vicisitudes". Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2012.

Campos Vargas Henry. "Alcances y consecuencias jurídicas de la intervención del sector público en el Mercado Nacional de Valores". Tesis de Licenciatura de Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2016.

Elizondo Medina Alan y Pacheco Fonseca José María. "La intermediación financiera y de valores en el Sistema Jurídica Costarricense". Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2010.

González Aguilar Luis. "Clase Magistral". Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, San José, Costa Rica, 18 marzo, 2017.

González Vargas Luis Javier, Jiménez Aguilar, Fernando y Leandro Hernández, Álvaro. "El sistema Financiero. Análisis crítico a los proyectos de reforma del Mercado de Valores y su influencia en el funcionamiento y organización de la bolsa de Valores." Seminario de Graduación, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 1988.

Mora Rawson Ana Cristina. "Análisis sobre la posibilidad de regular la actividad de estructuración de emisiones de valores en relación con la prestación de servicios de banca de inversión en Costa Rica". Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2016.

Murillo Jiménez, Tobías Felipe. "Análisis del marco legal costarricense, obligaciones y figuras subjetivas que intervienen en la inversión de capital privado como método de financiamiento empresarial". Tesis de Licenciatura en Derecho, Universidad de Costa Rica, Facultad de Derecho, 2011.

Quesada Elizondo Cindy. "Herramienta para el análisis de las operaciones de financiamiento de los Puestos de Bolsa en Costa Rica por medio de la figura de Reporto Tripartito para Mercado de Valores de Costa Rica S.A." Seminario de Graduación, Universidad de Costa Rica, 2013.

Rey Alba, Laura y Farías Arcila, Laura. "Nuevo paradigma en materia de asesoría en el mercado de valores colombiano a partir de la expedición del Decreto 661 de 2018". Tesis para obtener el grado de abogada, Pontificia Universidad Javeriana, 2019.

F. Páginas Web

Bolsa Nacional de Valores. “Historia, Misión y Objetivos Estratégicos” (s.f). Recuperado de <https://www.bolsacr.com/bolsa-valores-cr/historia-mision-y-objetivos-estrategicos>

Comisión para el Mercado Financiero. “Oferente”. Recuperado de <https://www.cmfeduca.cl/educa/600/w3-propertyvalue-694.html>

El Financiero. “Asesores en la mira de la Sugeval” (23 de setiembre 2012). Recuperado de: <https://www.elfinancierocr.com/finanzas/asesores-en-la-mira-de-la-sugeval/QOPYBX4IJCETPWTPWKEONHPNA/story/>

Secretaría de Hacienda y Crédito Público. “¿Qué hacemos?” (s.f) Recuperado de <https://www.gob.mx/shcp/que-hacemos>

Superintendencia de Entidades Financieras. “Preguntas frecuentes relacionadas con Normativa” (s.f.) https://www.sugef.fi.cr/ver/contactenos/faqs/Preguntas%20frecuentes%20sobre%20Normativa%20v2.pdf#.X3_GXy9t9QI

Superintendencia General de Valores. “Información institucional” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/Paginas/Resena.aspx>

Superintendencia General de Valores. “Participantes del Mercado de Valores” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/Paginas/SistemaFinanciero.aspx>

Superintendencia General de Valores. “Participantes del Mercado de Valores” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/mercadovalores/Paginas/MercadoValores.aspx>

Superintendencia General de Valores. “Reseña histórica” (s.f.). Recuperado de: <https://www.sugeval.fi.cr/informacioninstitucional/Paginas/Resena.aspx>

U.S. Securities and Exchange Commission. “Frequently asked questions regarding disclosure of certain financial conflicts related to investment adviser compensation”, (2019), Recuperado de: https://www.sec.gov/investment/faq-disclosure-conflicts-investment-adviser-compensation#_ftn9.

U.S. Securities and Exchange Commissions. “A small entity compliance guide”, (2011). Recuperado de: https://www.sec.gov/rules/final/2011/ia-3220-secg.htm#P2_44

United States Securities and Exchange Commission. “The Laws That Govern the Securities Industry” (s.f) Recuperado de: <https://www.sec.gov/answers/about-lawsshtml.html#invadvact1940>

United States Securities and Exchange Commission. “What we do” (s.f) Recuperado de: <https://www.sec.gov/Article/whatwedo.html#create>