



**Universidad Central de Venezuela
Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas
Centro de Estudios de Postgrado
Especialización en Derecho Mercantil**

***La Constitucionalidad de las Facultades Normativas conferidas a la
Superintendencia Nacional de Valores conforme a la legislación vigente***

**Trabajo Especial presentado para optar al Título de Especialista
en Derecho Mercantil**

Autor: Alfredo David Chacón Cabrera
C.I. N° 11.164.579

Tutor: Mauricio Rodríguez Yáñez

Caracas, noviembre de 2012

**Universidad Central de Venezuela
Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas
Centro de Estudios de Postgrado
Especialización en Derecho Mercantil**

**La Constitucionalidad de las Facultades Normativas conferidas a la
Superintendencia Nacional de Valores conforme a la legislación vigente**

Autor: Alfredo D. Chacón Cabrera

Tutor: Mauricio Rodríguez Yáñez

Fecha: noviembre 2012

RESUMEN

El propósito de este trabajo es determinar la constitucionalidad de las facultades normativas que la ley otorga al ente regulador del mercado de capitales, que actualmente es la Superintendencia Nacional de Valores. Es preciso aclarar que cuando se presentó el proyecto de la presente investigación se encontraba vigente la Ley de Mercado de Capitales de 1998, cuyo texto normativo quedó derogado con la entrada en vigencia de la Ley de Mercado de Valores (publicada en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 39.489 del 17 de agosto de 2010), en razón de lo cual consideramos pertinente realizar un análisis comparativo entre ambos textos legales (derogado y vigente), a los efectos de establecer si el otorgamiento de esas potestades normativas previstas en la Ley de Mercado de Capitales se mantienen en la nueva Ley y, consecuentemente, analizar su constitucionalidad. Para ello se establecieron los siguientes objetivos específicos: a) Examinar el marco constitucional del mercado de capitales; b) Analizar comparativamente los órganos de control según la Ley de Mercado de Capitales (derogada) y la Ley de Mercado de Valores (vigente); c) Describir las potestades normativas del ente regulador; d) Analizar la delegación de potestades normativas que la Ley hace a la Superintendencia Nacional de Valores; y, e) Examinar la legalidad de las normas que el ente regulador ha dictado en el marco de la delegación otorgada, antes por el artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales, ahora por el artículo 16 de la Ley de Mercado de Valores. La metodología empleada fue de investigación documental, por cuanto el estudio del tema se realizó desde una perspectiva formalista, que implicó la revisión documental de legislación, doctrina y jurisprudencia, tanto venezolana como extranjera.

Descriptores: Ente regulador, Superintendencia Nacional de Valores, potestades normativas, delegación.

**The Central University of Venezuela
The Faculty of Law and Political Science
The Post-Graduate Department
Major: Mercantile Law**

The constitutionality of the Regulatory Powers conferred on the National Securities Commission, based on the current legislation.

Author: Alfredo D. Chacón Cabrera

Tutor: Mauricio Rodríguez Yáñez
November 2012

Summary

The purpose of this paper is to determine the constitutionality of the regulating faculties, tasked by law to the current regulating capital market entity - the National Securities Commission. It is important to note that the project for this research was submitted during the Capital Market Act of 1998, whose normative text was repealed by the introduction of the Securities Market Act (published on August 17, 2010 in the Official Gazette of the Bolivarian Republic of Venezuela.), for which we think a comparative analysis of both legal texts should be done (the repealed and the present), so as to establish the existence of the regulating powers in both the Capital Market Act and the new Act, hence examining its constitutionality.

To undertake the aforementioned analysis, the following specific objectives have been established:

- (a) Examine the constitutional guideline for the capital market.
- (b) Effectuate a comparative analysis of the supervisory organisms as established by the former Capital Market Act and the present Securities Market Act.
- (c) Describe the regulating powers of the regulator.
- (d) Analyze the regulatory powers of the National Securities Commission ascribed by Law.
- (e) Examine the legality of the norms dictated by the regulator within its jurisdiction as established in article 32 of the Capital Market Act and article 16 of the Securities Market.

The methodology used in this study was documental due to the author's formalist perspective, which implied the review of Venezuelan and foreign legislative documents, doctrine and jurisprudence.

Descriptors: Regulating Entity, National Securities Commission, regulating powers, delegation.

ÍNDICE

I.- INTRODUCCIÓN	1
II.- BREVE RESEÑA HISTÓRICA DEL MERCADO DE CAPITALES	3
III.-EL MERCADO DE CAPITALES COMO OBJETO DE REGULACIÓN DEL PODER PÚBLICO NACIONAL, A PARTIR DE LA CONSTITUCIÓN DE 1999	6
IV.- EL ENTE REGULADOR DEL MERCADO DE CAPITALES	9
4.1) Facultades del ente regulador	10
V.- EL PRINCIPIO DE RESERVA LEGAL	16
VI.- POTESTADES NORMATIVAS DEL ENTE REGULADOR DEL MERCADO DE CAPITALES (comparación de los artículos 32 y 16 de la Ley derogada y de la Ley vigente, respectivamente).	21
VII.- FALLOS DE LA SALA CONSTITUCIONAL QUE DECIDIERON RECURSOS DE NULIDAD CONTRA EL ARTÍCULO 32 DE LA LEY DE CAPITALES DE 1998	25
7.1) Sentencia N° 2.164 de fecha 14 de septiembre de 2004	25
7.2) Sentencia N° 1.422 de fecha 30 de junio de 2005	31

VIII.- EL CAPITAL SOCIAL	41
8.1) Las Acciones como parte integrante del Capital Social	42
8.2) Tipos de Acciones	42
8.2.1) Acciones preferidas con participación preferente e ilimitada en las utilidades	44
8.2.2) Acciones preferidas con participación preferente, fija pero limitada en las utilidades	44
 IX.- EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES POR PARTE DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS	 46
 X.- NORMAS DICTADAS A PARTIR DE LA DELEGACIÓN DE POTESTADES NORMATIVAS OBJETO DE ESTUDIO	 48
10.1) Normativa Especial para la Emisión de Acciones Preferidas	48
10.2) “Normas Relativas a la Oferta Pública y Colocación de Valores y a la Publicación de las Emisiones”	55
 XI.- SUJETOS DESTINATARIOS DE LAS NORMAS REGULADORAS DE LA EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS VALORES	 57
 XII.- CONCLUSIONES	 60
 XIII.- BIBLIOGRAFÍA	 62

I.- INTRODUCCIÓN

En la especialización de Derecho Mercantil encontramos la particular disciplina del Mercado de Capitales, en la que concurren por una parte, los inversionistas (o excedentarios), quienes invierten su dinero con el fin de generar rentabilidad, y por otra, las sociedades mercantiles cotizadoras de sus acciones, cuyo objetivo principal es lograr obtener mayor capital o liquidez inmediata para sus diversas operaciones. Pues bien, en este gran mercado -y a la vez limitado- coinciden, aunque desde posiciones distintas, quienes buscan obtener beneficios económicos.

Así, entendemos al Mercado de Capitales, por una parte, como el punto de concurrencia de fondos provenientes del ahorro y, por otra, demandantes que los requieren para destinarlos a inversiones de mediano y largo plazo. Este mercado tiende a recoger una alta proporción del ahorro de la colectividad, para encauzarlo a la mayor capitalización de la economía.

Esa utilidad económica se logra de manera directa mediante la compra, por parte de los inversionistas, de los valores emitidos y ofrecidos públicamente por los demandantes de recursos, es decir, las sociedades emisoras. Así, el mercado de capitales canaliza el ahorro del público hacia la inversión productiva, permitiendo la relación directa entre los sujetos con capacidad de ahorro y aquellos con necesidades de financiamiento.

En tal sentido, resulta forzoso partir de la premisa de que para maximizar la productividad y aumentar el desarrollo económico mediante los recursos disponibles, toda economía debe desarrollar los mecanismos necesarios que permitan el fácil acceso a la financiación, esto es, al capital. Uno de estos mecanismos son los mercados de valores, donde las empresas necesitadas de capital emiten valores para su adquisición por los inversores; son estas sociedades mercantiles, precisamente, los sujetos emisores.

Es en esta necesidad de financiación donde hay que situar a los mercados financieros, y en específico, a los mercados de valores, es decir, como una manera fundamental de obtener financiación.

Como afirma el autor Eduardo Barrachina “la función más importante que los mercados de valores realizan es la movilización de capitales, la canalización de éstos a usos más productivos y la mitigación de riesgos (...) en otras palabras, la función económica de los mercados de valores consiste en la eficiente asignación del capital”¹.

Con esta coincidencia de deficitarios y excedentarios, se dan diversas situaciones susceptibles de análisis. Como todo mercado, el de capitales no escapa a la esencia misma de ello, vale decir, vender y comprar, donde las sociedades cotizadoras ofertan sus acciones (y obligaciones) y los inversionistas adquieren los títulos ofrecidos. De tal manera, vale la pena destacar que esta actividad es controlada y supervisada por un órgano del Estado, el cual, en nuestro país, actualmente es la Superintendencia Nacional de Valores, cuyas facultades normativas conferidas por la legislación de la materia –hoy día, la Ley de Mercado de Valores- deben ajustarse al marco Constitucional, para que las actuaciones del mencionado ente regulador gocen de plena validez.

Por lo tanto, el estudio que nos ocupa contribuye a profundizar el análisis de la constitucionalidad de las facultades normativas que la ley le otorga al ente regulador del mercado de valores, a fin de que, una vez desarrollado el objetivo propuesto, existan bases teóricas como punto de partida para futuras normativas emanadas de la Superintendencia Nacional de Valores.

¹ Eduardo Barrachina: *DERECHO DEL MERCADO DE VALORES*, Madrid, editorial Difusión Jurídica, 2009, p. 47.

II.- BREVE RESEÑA HISTÓRICA DEL MERCADO DE CAPITALES

Antes de definir el actual marco constitucional del mercado de capitales, conviene hacer referencia a los antecedentes históricos de dicho mercado en nuestro país.

Encontramos que existe cierta dificultad de precisar la fecha de las primeras transacciones en títulos valores en Caracas. Varios estudios señalan a la esquina de La Bolsa como el lugar donde, desde 1805 un grupo de comerciantes caraqueños fundaron y constituyeron la Casa de Bolsa y Recreo de los Comerciantes y Labradores, la cual sirvió como lugar de reunión y negociación. Luego, en el año 1811 se creó una Almoneda² Pública a través de la cual se negociaron productos agrícolas, mercancías, bienes inmuebles y títulos valores; no obstante, ese mercado tuvo muy poca duración, por lo que desapareció pronto. A pesar de ello las operaciones inmobiliarias continuaron, de manera informal, en la esquina de San Francisco. En 1884 se creó la Cámara de Comercio de Caracas, la cual, muy pronto comenzaría los estudios para la creación de una bolsa de comercio en la ciudad, lo que se concretó en el año 1947, comenzando sus operaciones el 21 de abril de ese año.

En 1958 un grupo de corredores disidentes de la Bolsa de Comercio de Caracas fundó la Bolsa de Comercio del Estado Miranda, en Chacao. Esta Bolsa tenía treinta corredores, quienes eran sus dueños; y a partir de la reforma parcial de la Ley de Mercado de Capitales en 1975, la cual permite el funcionamiento de solo una Bolsa de Valores por ciudad, ambas Bolsas se fusionaron dando lugar a la Bolsa de Valores de Caracas.

Luego de múltiples estudios realizados con el auspicio del Banco Interamericano de Desarrollo, los presidentes de los países latinoamericanos reunidos en Punta del Este en 1967 acordaron adoptar medidas que

² Subasta de bienes.

favorecieran el desarrollo de los mercados de capitales de los países de la región. En Venezuela el Decreto 41 del año 1969 ordenó la creación de una comisión cuya misión sería estudiar la situación en que se encontraba el mercado de capitales venezolano y proponer un proyecto de ley especial que lo regulara. Como consecuencia de los estudios realizados por dicha comisión y la propuesta realizada, el Congreso de la República aprobó la primera Ley de Mercado de Capitales, publicada en la Gaceta Oficial N° 1.556 Extraordinario del 31 de enero de 1973, siendo posteriormente reformada por el texto publicado en la Gaceta Oficial N° 1.774 Extraordinario del 22 de mayo de 1975³.

El mercado de valores en Venezuela, tanto el mercado primario o de emisión como el mercado secundario o de intercambio de títulos que están en circulación, no había sido objeto, hasta la fecha indicada (1973), de una regulación relativamente general.

Hasta esa fecha el mercado de valores públicos había sido regulado en la Ley Orgánica de la Hacienda Pública Nacional y posteriormente, en la Ley de Crédito Público; el mercado de valores bancarios, había sido regulado por la legislación especial de bancos y otros institutos de crédito y por la Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo; y de resto, el mercado de valores societarios había sido regulado tradicionalmente por el Código de Comercio (emisión de acciones y de obligaciones) instrumento normativo en el cual también se regulaban las Bolsas de Comercio⁴.

Durante muchos años Venezuela disfrutó de una gran estabilidad monetaria y financiera. El bolívar mantuvo su libre convertibilidad y el país logró un buen nivel de desarrollo en su estructura financiera.

³ Luis García Montoya: "El Mercado de Capitales y El Derecho". *XX Jornadas "J.M. Domínguez Escovar" Sistema Financiero y Derecho*, Barquisimeto. Tribuna Jurídica de Venezuela, 1995, p. 238.

⁴ Allan-R. Brewer-Carías: "Comentarios a la Ley de Mercado de Capitales". *Libro homenaje a José Melich Orsini*, vol. 1, Caracas. Instituto de Derecho Privado de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas de la Universidad Central de Venezuela, 1982, p.284.

Tradicionalmente los bancos y los comerciantes resultaron las más importantes instituciones financieras. Sin embargo el mercado de capitales mostró un bajo nivel de desarrollo.

A pesar de los inmensos recursos disponibles en el país, no se contaba con una estructura financiera capaz de movilizar recursos financieros de mediano y largo plazo. El mercado de capitales se circunscribía a una serie de transacciones de renta fija, en especial en Bonos de la Deuda Pública Nacional y en Cédulas Hipotecarias emitidas por bancos hipotecarios y en unas pocas acciones de empresas bancarias e industriales. La estrechez y debilidad de ese mercado, así como su incapacidad de canalizar recursos hacia el mediano y largo plazo y su escasa liquidez, contribuyeron a desincentivar el ahorro o a canalizarlo hacia instituciones e instrumentos de corto plazo, en especial hacia la banca comercial; incrementar el consumo y acrecentar las inversiones en bienes inmuebles; las actividades productivas eran financiadas a través de créditos otorgados por entes oficiales y créditos bancarios a corto plazo. Solo la actividad de construcción y adquisición de inmuebles contaba con financiamiento de mediano y largo plazo gracias al desempeño de los bancos hipotecarios y de las entidades de ahorro y préstamo. Por otra parte, las actitudes del sector empresarial y, en especial, su deseo de mantener control sobre sus empresas creaban pocas oportunidades a la participación en el mercado de capitales.

Después de la reforma de la Ley de Mercado de Capitales en 1975, se desarrolló el marco institucional y normativo, completado con las numerosas normas dictadas por la entonces Comisión Nacional de Valores; por lo que el mercado fue consolidándose progresivamente. Primero se desarrolló un importante volumen de emisiones primarias de títulos valores de renta fija, ofrecidos por importantes empresas industriales del país, y luego una gran cantidad de transacciones de acciones en la Bolsa de Valores de Caracas

que alcanza niveles récord en el año 1991, para descender a partir de la crisis política y económica iniciada en febrero de 1992⁵.

III.- EL MERCADO DE CAPITALS COMO OBJETO DE REGULACIÓN DEL PODER PÚBLICO NACIONAL, A PARTIR DE LA CONSTITUCIÓN DE 1999

En el numeral 11 del artículo 156 de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela⁶ se estableció que es de la competencia del Poder Público Nacional “La regulación de la banca central, del sistema monetario, del régimen cambiario, del sistema financiero y del mercado de capitales; la emisión y acuñación de moneda” (subrayado propio). Mientras que el artículo 187.1 *eiusdem* prevé la reserva legal de las materias de competencia nacional.

Luego de indicar el marco constitucional que delimita la regulación del mercado de capitales, se hace necesario precisar que en la oportunidad de presentar el proyecto de este trabajo especial de grado, la normativa que se encontraba vigente era la Ley de Mercado de Capitales de 1998⁷, pero quedó derogada a partir de la publicación de la nueva Ley de Mercado de Valores⁸.

En razón de ello, se hace necesario un análisis comparativo de la constitucionalidad de las potestades normativas (específicamente la contenida en el artículo 32 derogado y el 16 de la ley vigente) conferidas a la Comisión Nacional de Valores (ente regulador de acuerdo a la legislación

⁵ Luis García Montoya: “El Mercado de Capitales y El Derecho”. *XX Jornadas “J.M. Domínguez Escovar” Sistema Financiero y Derecho...* op. cit., p. 238.

⁶ Publicada en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 5.453 Extraordinario del 24 de marzo de 2000.

⁷ Publicada en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 36.565 de fecha 22 de octubre de 1998.

⁸ Publicada en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 39.489, de fecha 17 de agosto de 2010, y reimpresa por error material en la Gaceta Oficial N° 39.546 del 5 de noviembre de 2010.

derogada) y las conferidas a la Superintendencia Nacional de Valores (ente regulador de conformidad con la ley vigente).

En todo caso, de manera preliminar, consideramos conveniente referirnos a la distinción entre mercado de capitales y mercado de valores, ya que la nueva ley se intitula del *Mercado de Valores*, a diferencia de la derogada, cuyo nombre era del *Mercado de Capitales*.

En tal sentido, conviene traer a colación lo expuesto por Alfredo Morles Hernández⁹, al señalar que desde el punto de vista económico, la expresión mercado de capitales identifica un sector del mercado de crédito, el cual, a su vez, está constituido por la oferta y demanda global de recursos para la inversión, y se divide en mercado de dinero (corto plazo) y mercado de capitales (largo plazo); destacándose a tal efecto que los fondos a corto plazo normalmente se utilizan como capital circulante, mientras que los de largo plazo se destinan a la adquisición de bienes de capital fijo. Así, el mercado de capitales incluye el mercado de valores, el cual se divide en mercado primario o de emisión (transacciones iniciales de valores recién emitidos) y mercado secundario (intercambio de valores ya en circulación).

No obstante lo anterior, también se emplean las expresiones mercado de capitales y mercado de valores como nociones equivalentes, y de tal manera serán utilizadas en el presente trabajo.

Igualmente el mencionado autor afirmó lo siguiente: “Como es de público y universal conocimiento, Venezuela está experimentando un proceso calificado por sus protagonistas como revolucionario, con repercusiones políticas, económicas y sociales. Se habla de una transición del capitalismo al socialismo. En el contexto de tal transición es dable observar que se acude a la adaptación de leyes a la nueva orientación colectiva que se pretende implantar en la economía, con preeminencia de

⁹ Alfredo Morles Hernández: *Régimen Legal del Mercado de Capitales*, Caracas. Universidad Católica Andrés Bello, 2002, p. 20.

formas de la propiedad social o colectiva sobre la propiedad privada y con el uso de un lenguaje de tinte marxista” (...) En todo caso, en la nueva Ley de Mercado de Valores venezolana no aparecen instituciones, instrumentos o mecanismos distintos a los de la economía de mercado”¹⁰. Por ello, a pesar del cambio de denominación –como ya lo afirmamos- utilizaremos indistintamente ambas expresiones.

Consideramos que el mercado de capitales tiene como objetivo fundamental estimular la movilización del ahorro, brindando oportunidades para la inversión reproductiva, en un entorno abierto, competitivo y transparente; asimismo, proporciona a las empresas el acceso a una fuente alternativa de financiamiento mediante la emisión y colocación de títulos valores a mediano y largo plazo, y, mediante los mecanismos que ofrece este mercado, se procura la democratización del capital mediante la dispersión de la propiedad accionaria.

Es obvio que para que dicho mercado pueda lograr tales objetivos resulta necesario un marco jurídico adecuado que lo regule, así como también un organismo del Estado encargado de controlar y supervisar todas sus actividades, provisto de competencias y facultades que le permitan ejercer dicha fiscalización, dentro de las cuales encontraremos las potestades normativas, no sin obviar que la regulación de esta materia es de reserva legal, por cuanto –como afirmamos al principio de este capítulo- el mercado de capitales es competencia del Poder Público Nacional, y por lo tanto su regulación es de reserva legal.

Preliminarmente haremos un análisis comparativo de ese ente regulador, de acuerdo a la Ley de 1998 y a la actual Ley de Mercado de Valores.

¹⁰ Alfredo Morles Hernández: Nueva Ley del Mercado de Valores adoptada en Venezuela.
http://www.ucema.edu.ar/congreso/download/2010/Ley_MERVAL_Venezuela.pdf 13/05/2011.

IV.- EL ENTE REGULADOR DEL MERCADO DE CAPITALES

Según la Ley derogada: Comisión Nacional de Valores.

Según la Ley vigente: Superintendencia Nacional de Valores

El artículo 2 de la Ley de Mercado de Capitales de 1998 definió al órgano de control así:

“La Comisión Nacional de Valores es el organismo encargado de **promover, regular, vigilar y supervisar** el mercado de capitales; tiene personalidad jurídica y patrimonio propio e independiente del Fisco Nacional; está adscrita al Ministerio de Hacienda, a los efectos de la tutela administrativa; y gozará de las franquicias, privilegios y exenciones de orden fiscal, tributario y procesal que las leyes de la República otorgan al Fisco Nacional”. (Resaltado agregado).

Por su parte, el artículo 4 de la nueva Ley de Mercado de Valores establece que:

“La Superintendencia Nacional de Valores es el ente encargado de **regular y supervisar** el **funcionamiento eficiente** del mercado de valores, para la protección de las personas que han realizado inversiones en los valores a que se refiere esta Ley y para estimular el desarrollo productivo del país, bajo la vigilancia y coordinación del Órgano Superior del sistema Financiero Nacional.

La Superintendencia Nacional de Valores tiene personalidad jurídica y patrimonio propio e independiente del fisco nacional; está adscrita al Ministerio del Poder Popular con competencia en materia de finanzas al sólo efecto de la tutela administrativa; y gozará de las franquicias, privilegios y exenciones de orden fiscal, tributario y procesal que las leyes de la República otorgan al fisco nacional”. (Resaltado agregado).

Asimismo, la disposición transitoria única estableció que *“La Comisión Nacional de Valores se transforma en la Superintendencia Nacional de Valores y ésta adecuará su estructura y organización para el cumplimiento de esta Ley en un plazo de ciento ochenta días prorrogable...”*.

Comparando ambas leyes, se observa que desde el punto de vista de las atribuciones, en la vigente, el órgano de control tiene la función de regular

y supervisar el *funcionamiento eficiente* del mercado de capitales, con finalidades específicas: la protección de los inversionistas y la estimulación del desarrollo productivo del país; a diferencia de la extinta Comisión Nacional de Valores, a la que la Ley derogada únicamente le atribuía la regulación y supervisión del mercado de capitales, mas no de su *funcionamiento eficiente* (como lo determina la vigente) y menos aún la estimulación del desarrollo productivo del país.

También observamos que en la nueva Ley se suprimió la función de promover el mercado de capitales (que sí tenía la Comisión Nacional de Valores), pues en la actualidad la Superintendencia solamente tiene como directrices *regular* y *supervisar* dicho mercado.

Por tanto, es palpable que mediante la nueva normativa, el legislador pretende que el ente regulador garantice el funcionamiento adecuado del mercado de valores, para poder proteger a los inversionistas; es decir, a nuestro entender, lo que se busca es que el nuevo órgano administrativo (Superintendencia Nacional de Valores) sea más proteccionista que la Comisión Nacional de Valores, aunque ésta tenía la potestad de “adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de quienes hayan efectuado inversiones en valores sujetos a esta Ley” (numeral 15 del artículo 9 de la Ley de Mercado de Capitales).

4.1) Facultades del Ente de Regulador.

Continuando con las facultades del ente regulador, encontramos que el artículo 8 de la Ley de Mercado de Valores le confiere a la Superintendencia Nacional de Valores, las siguientes potestades específicas, en concordancia con las de *regular* y *supervisar el funcionamiento eficiente de ese mercado*, así:

"Artículo 8. La Superintendencia Nacional de Valores tendrá las siguientes atribuciones:

1. Autorizar y supervisar la actuación de los operadores de valores autorizados, miembros o no de una bolsa y llevar el registro de los mismos, así como revocar o suspender la autorización y cancelar su inscripción en caso de grave violación de las normas que regulan su actividad.
2. Autorizar e inscribir en el Registro Nacional de Valores la oferta pública, en el territorio nacional, de valores emitidos por personas domiciliadas en la república, en el extranjero o por organismos internacionales, gobierno o instituciones extranjeras y cualesquiera otras personas que se asimilen a los mismos, cumplidos los requisitos establecidos en las normas que se dicten al efecto.
3. Autorizar la oferta pública fuera del territorio nacional, de los valores emitidos por personas domiciliadas en la República e inscritos en el Registro Nacional de Valores.
4. Autorizar la actuación de personas que se propongan constituir sociedades por suscripción pública y dictar normas que regulen ese proceso.
5. Autorizar la publicidad y los prospectos de las emisiones de valores a los fines de su oferta pública.
6. Suspender o cancelar por causa debidamente justificada, mediante resolución motivada, la autorización otorgada para hacer oferta pública de valores.
7. Dictar las normas de carácter general que regulen el otorgamiento de poderes, para las asambleas de accionistas de sociedades constituidas y domiciliadas en la República, que hagan oferta pública de sus acciones.
8. Dictar las normas de carácter general que regulen el proceso de oferta pública de la acciones en tesorería y participaciones recíprocas de las empresas que hagan oferta pública de sus valores.
9. Dictar las normas que regulen el uso de información privilegiada, manipulación de precios y volúmenes de valores.
10. Dictar las normas que regulen la oferta pública de adquisición y toma de control de las sociedades que hagan oferta pública de acciones, o valores representativos de las mismas.
11. Dictar las normas de las sociedades calificadoras de riesgo.
12. Dictar las normas conforme a las cuales podrán operar en el territorio nacional las sociedades o personas naturales dedicadas a la intermediación con valores, constituidas en la República o en el extranjero.
13. Establecer mediante normas de carácter general, los procedimientos dirigidos a intervenir, reestructurar o liquidar a las personas que se dediquen a la intermediación con valores, así como la actuación de las personas designadas como interventores y liquidadores.
14. Dictar las normas conforme a las cuales podrán operar en el territorio nacional las sociedades constituidas en la República, en el extranjero o personas naturales dedicadas a la asesoría de inversión en valores.
15. Dictar las normas relativas a la forma de presentación de los estados financieros de las personas sometidas al control de la Superintendencia Nacional de Valores.

16. Determinar los niveles mínimos de patrimonio y de liquidez, para asegurar la permanencia y sostenibilidad de las personas sujetas al cumplimiento de la presente Ley.
17. Exigir provisiones de capital que resguarden el ahorro de los inversionistas, en función del riesgo implícito en las operaciones de transacciones con los títulos valores regulados por esta Ley.
18. Determinar los límites máximos de las tarifas, comisiones y cualquier otro importe que cobren los sujetos regulados por la presente Ley, por las intermediaciones en el mercado de valores, con la opinión vinculante del Órgano Superior del Sistema Financiero Nacional.
19. Aumentar o reducir las contribuciones a que se refiere la presente Ley, de acuerdo a los niveles de competitividad nacional o internacional del mercado de valores.
20. Dictar las normas dirigidas a regular la utilización de los libros prescritos por la ley que regula la materia.
21. Cancelar o suspender por causa debidamente justificada y mediante resolución motivada, la inscripción en el Registro Nacional de Valores de cualquier persona regulada por esta Ley.
22. Adoptar, preventiva y oportunamente, las medidas necesarias a los fines de proteger a quienes hayan efectuado inversiones en valores objeto de oferta pública, o inversiones con los entes sometidos al control de la Superintendencia Nacional de Valores.
23. Intervenir a las personas naturales o jurídicas que realicen las actividades a las que se refiere la presente Ley, sin haber obtenido la autorización de la Superintendencia Nacional de Valores.
24. Practicar visitas a las personas naturales o jurídicas reguladas por esta Ley, en las cuales podrá inspeccionar sus libros, documentos y operaciones.
25. Dictar normas que regulen la autorización y funcionamiento de las bolsas de valores, cámaras de compensación de opciones, futuros financieros y de los agentes de traspasos.
26. Dictar las normas dirigidas a complementar la Ley de cajas de Valores.
27. Aprobar o improbar las normas internas y sus modificaciones, dictadas por las bolsas de valores, cámaras de compensación de opciones y futuro, u otros derivados, agents de traspasos y las cajas de valores.
28. Determinar mediante normas los requisitos que deberán cumplir las auditorías internas y externas, d las personas sometidas a su control.
29. Establecer mediante normas de carácter general, las reglas que definan, prevengan y regulen los conflictos de intereses que surjan con ocasión de los procesos regidos en esta Ley.
30. Presentar al Órgano Superior del Sistema Financiero Nacional, un informe anual de la gestión administrativa del despacho.
31. Publicar un boletín informativo mensual sobre el comportamiento del mercado de valores.
32. Promover el arbitraje para resolver que surjan ente los operadores de valores autorizados, y entre éstos y sus clientes, derivados de las operaciones sobre valores, pudiendo dictar las normas de arbitraje que considere necesarias.
33. Dictar normas de carácter general, en aquellos casos previstos en forma expresa en esta Ley.

34. Dictar su reglamento interno y su estatuto de personal.

35. Las demás que le asigne esta Ley y su reglamento, así como otras leyes y reglamentos.

Parágrafo primero. El Ejecutivo Nacional, atendiendo a las necesidades de establecer políticas de transparencia del mercado de valores, podrá arrogarse las atribuciones normativas de la Superintendencia Nacional de Valores, mediante reglamentos dictados al efecto.

Parágrafo segundo. La Superintendencia Nacional de Valores desarrollará disposiciones especiales para el financiamiento, mediante procesos de oferta pública, de las comunidades organizadas, empresas de propiedad social o colectiva, así como de la pequeña y mediana empresa, previa opinión vinculante del Órgano Superior del Sistema Financiero Nacional”.

Adicionalmente a la anterior enumeración –extensa de por sí (al igual que el artículo 9 de la Ley derogada)-, la actual legislación le atribuye de manera expresa otras potestades a la Superintendencia Nacional de Valores, a saber:

-Dictar normas para la emisión, negociación y custodia de estos valores, así como para cualesquiera otros valores o derechos de contenido financiero, incluso sobre aquellos que sean emitidos por personas que no estén expresamente regulados en esta Ley u otras leyes especiales (artículo 16).

-Dictar normas a los fines de regular los procesos de la oferta pública (artículo 17).

-Dictar normas que regulen el procedimiento para la realización de las ofertas públicas de adquisición, toma de control y venta, así como de la suspensión de las mismas (artículo 18).

-Dictar las normas que regulen a cada una de las personas que son sujeto de la Ley (artículo 19).

-Dictar las normas relativas a los operadores de valores autorizados (artículo 20).

-Podrá acordar la intervención o liquidación de los sujetos regulados por la Ley, y de todos aquellos que califique como relacionados a éstos, “así

como de sus empresas dominantes o dominadas; todos los cuales están expresamente excluidos de los beneficios de atraso y quiebra” (artículo 21).

- Dictar las normas relativas a la autorización y actividades de los asesores de inversión (artículo 22).

- Autorizar la constitución de las bolsas de valores (artículo 23).

- Dictar las normas que regulen la constitución de la junta directiva de las bolsas de valores, atribuciones, deberes y su reglamento interno de funcionamiento (artículo 25).

- Autorizar la constitución de las cajas de valores y dictar las normas relativas a su funcionamiento (artículo 32).

- Dictar las normas que regulen la autorización de los agentes de traspaso para realizar las transferencias de valores (artículo 33).

- Dictar las normas que regulen la autorización y funcionamiento de las personas y sociedades que actúen como calificadoras de riesgo (artículo 34).

- Dictar las normas que establezcan los requisitos de capital pagado, patrimonio y condiciones de funcionamiento que deben mantener las sociedades encargadas de la estructuración de emisiones producto de la titulización de valores (artículo 35).

- Facultad de sancionar administrativamente a quienes transgredan las obligaciones determinadas en esa presente Ley (artículo 48).

Por otra parte, llama nuestra atención que en la página web de la Superintendencia Nacional de Valores¹¹, para la fecha en que fue consultada (casi un año después de la entrada en vigencia de la nueva ley), aún dicho órgano regulador estaba identificado como *Comisión Nacional de Valores*, y definido de la siguiente manera: como un “organismo público, adscrito al Ministerio del Poder Popular para Economía y Finanzas, facultado por ley

¹¹ www.cnv.gob.ve, 21/06/2011.

para la regulación, vigilancia, supervisión y promoción del mercado de capitales venezolano. Creado por Ley el 31 de enero de 1973, significó una importante evolución en el sector económico del país. La nueva Ley promulgada el 22 de octubre de 1998, fortaleció las atribuciones normativas de la Institución, así como su capacidad promotora y sancionadora, adaptándola a las exigencias de la nueva economía, con plena autonomía financiera y personalidad jurídica”. (Subrayado nuestro).

Observando tal definición –efectuado por la propia Administración-, se puede advertir que ella misma consideró que con la promulgación de la Ley de 1998 (hoy derogada) se habían fortalecido las atribuciones normativas del referido ente, circunstancia que ahora llama la atención, por cuanto la nueva Ley (2010) le otorga, aún, más potestades normativas, lo que –a nuestro entender- sobrepasa los fines para los cuales fue creado dicho ente (regular el mercado de capitales), ya que con tales facultades, eventualmente, puede limitar derechos constitucionales, cuya situación será analizada más adelante.

Cabe señalar que actualmente en la mencionada página web, ya se identifica al ente regulador como *Superintendencia Nacional de Valores*, y la definición que de ella se hace en dicha página, es una copia exacta del artículo 4 de la Ley de Mercado de Valores.

En síntesis, el órgano administrativo de control (hoy Superintendencia Nacional de Valores) no tiene una función pasiva o meramente de supervisión, sino que el legislador le ha atribuido funciones que exigen una mayor actividad administrativa. De esta manera, vemos que sus funciones afectan a todos los participantes en los mercados de valores, lo que incluye a cualquier persona (natural o jurídica) que intervenga directa o indirectamente en la emisión o negociación de valores u otros instrumentos financieros.

V.- EL PRINCIPIO DE RESERVA LEGAL

El surgimiento del concepto de reserva legal obedece a una finalidad garantista o garantizadora de los derechos de los ciudadanos, dado que en las Asambleas Parlamentarias Medievales (orígenes de la reserva legal) el Rey detentaba la potestad normativa, por lo tanto se imponía la identificación de un conjunto de materias de suma importancia, vinculadas a lo que abstractamente se denominó derechos de libertad y propiedad (impuestos, delitos y penas en la Edad Media), con la finalidad de sustraerlas –al igual que los Parlamentos medievales- de la esfera de competencia del rey, y atribuir las de forma exclusiva al Parlamento, lo que condujo a postular que dichas materias únicamente podían ser reguladas por Ley. Fue así como la doctrina Alemana de fines del siglo XIX elaboró e impuso en ese país el concepto de reserva legal.

Actualmente la figura de la reserva legal está presente en casi todas las Constituciones de los países del Mundo Occidental, y su regulación se sustenta en la concepción original, es decir: un conjunto de materias que debido a la importancia que se le confiere desde el punto de vista jurídico y político, únicamente puede ser disciplinado por Ley. Y quizás hoy su vigencia se justifica aún más, debido a que el Gobierno o Poder Ejecutivo pretende por diferentes vías devaluar la función de los Parlamentos, entre otras, intentando asumir competencias que históricamente han sido de estos, entre ellas la regulación de los derechos y las garantías de los ciudadanos.

Por lo tanto, la reserva legal viene a ser un mecanismo constitucional de distribución de poderes normativos entre el Parlamento y el Poder Ejecutivo, que permite al primero neutralizar los mencionados intentos del segundo, pues impide que éste a través del mecanismo de potestad reglamentaria anule la principal función del órgano parlamentario, ya que la Constitución dispone que determinadas materias estén vedadas al Ejecutivo,

y por el contrario, necesariamente deban entrar en la esfera de competencias del Parlamento. De allí, la pertinencia y vigencia de la institución de la reserva legal¹².

En Venezuela la figura de la reserva legal obedece al anterior marco conceptual elaborado por la doctrina de derecho Público, en virtud de que la Constitución establece que determinadas materias deben ser reguladas solamente por ley, razón por la cual se excluye toda posibilidad de que sean objeto de reglamentos. En tal sentido, la reserva legal presenta un aspecto negativo que consiste en la interdicción de las fuentes de rango sublegal (reglamentos) en dichas materias, y un aspecto positivo que se traduce en el deber que le impone la Constitución a la Asamblea Nacional de disciplinar las materias que ella indique, sin que ésta pueda eludir el cumplimiento de dicho deber por ninguna razón. En otros términos el legislador tiene que regular real y efectivamente las materias que le señale el constituyente.

La reserva legal contiene un mandato positivo para el legislador que lo obliga a disciplinar toda la materia, pudiendo remitir al reglamentista el establecimiento de detalles para la mejor ejecución de la ley. Por tanto, deben considerarse prohibidas las remisiones genéricas que posibiliten en realidad de un “reglamento independiente”. Tampoco son admisibles en este campo, inclusive en los países que los contemplan en sus ordenamientos, los reglamentos delegados, en virtud de que constituiría una infracción directa de las normas constitucionales que consagran la reserva legal¹³.

En este orden de ideas, la Sala Constitucional del Tribunal Supremo de Justicia, mediante sentencia N° 2338 de fecha 21 de noviembre de 2001, en cuanto a la reserva legal, estableció lo siguiente:

“Al respecto quiere precisar esta Sala, que la figura de la reserva legal viene dada por la consagración a nivel constitucional de determinadas

¹² José Peña Solís: *Manual de Derecho Administrativo Adaptado a la Constitución de 1999*, Volumen Primero, 5ta. Reimpresión. Caracas. Colección de Estudios Jurídicos Tribunal Supremo de Justicia, 2006, pp 600 y ss).

¹³ José Peña Solís: *Manual de Derecho Administrativo Adaptado a la Constitución de 1999... op.cit.* p. 613.

materias que, debido a la importancia jurídica y política que tienen asignadas, sólo pueden ser reguladas mediante ley, desde el punto de vista formal, y ello excluye la posibilidad de que tales materias sean desarrolladas mediante reglamentos o cualquier otro instrumento normativo que no goce de dicho rango legal.

Ahora bien, en virtud de lo previsto en el artículo 190, numeral 10 de la Constitución de 1961 -hoy, artículo 236, numeral 10 de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela- el Ejecutivo Nacional puede reglamentar las leyes que se dicten en materias que pertenezcan a la reserva legal, incluso cuando tengan carácter de leyes orgánicas; lo que permite la participación del Poder Ejecutivo en el desarrollo de los principios contenidos en la Ley, siempre que no altere su espíritu, propósito y razón, y sin que ello pueda significar, en modo alguno, el otorgamiento al Presidente de la República de la potestad de legislar en torno a la materia o materias específicas que estén delimitadas por la Ley.

Así, el principio de la reserva legal contiene una obligación para el legislador de regular en el texto de la Ley de que se trate, toda la materia relacionada con ésta, de tal manera que, sólo puede remitir al reglamentista la posibilidad de establecer o fijar los detalles de su ejecución, esto es, explicar, desarrollar, complementar e interpretar a la Ley en aras de su mejor ejecución, estando prohibidas, por constituir una violación a la reserva legal, las remisiones 'genéricas' que pudieran originar reglamentos independientes, o dar lugar a los reglamentos 'delegados' (...).

Igualmente, la misma Sala Constitucional, en su fallo N° 333 del 9 de marzo de 2004, añadió lo siguiente:

“Tal como lo plantea el demandante, el ordenamiento constitucional venezolano, tanto el vigente como el aún recientemente derogado, prevé la figura de la *reserva legal nacional*, que impide que ciertas materias puedan ser reguladas por normas que no sean emanadas del órgano deliberante nacional, las cuales estarán contenidas en las denominadas *leyes formales*.

La determinación de las materias de la reserva legal nacional es sencilla: bastará para ello la lectura del texto constitucional, toda vez que son enumeradas en él. En la Constitución de 1961, la lista de las materias reservadas al legislador nacional se encontraban en el numeral 24 del artículo 136, mientras que en el actual Texto Fundamental están establecidas en el numeral 32 del artículo 156. También es de la reserva nacional toda la legislación sobre las diversas competencias de la República listadas en los diversos numerales de ese artículo 156, así como cualquier caso en que alguna norma constitucional haga mención expresa a la ley nacional.

Aparte de la mencionada, existe otro tipo de reserva legal, pero que se diferencia por no ser exclusiva del poder nacional: aquella consistente en la prohibición de que actos de rango sublegal regulen determinadas materias. No se trata, en este caso, de la atribución exclusiva de competencias al órgano parlamentario nacional –antes Congreso; hoy Asamblea Nacional-, sino de la necesidad de que las normas restrictivas

estén contenidas en actos emanados de los órganos deliberantes de la entidad territorial de que se trate. *Es una reserva legal, pero no nacional*".

El autor José Peña Solís cita una sentencia del Tribunal Constitucional Español, dictada en fecha 24 de julio de 1984, en la que se precisó la relación de la reserva legal con la potestad reglamentaria ejecutiva del Gobierno, considerando a tal efecto que dicha tesis resulta válida en nuestro país, por lo cual transcribimos el referido extracto:

"Este principio de reserva de Ley entraña, en efecto, una garantía esencial de nuestro Estado de Derecho, y como tal ha de ser preservado. Su significado último es el de asegurar que la regulación de los ámbitos de libertad que corresponden a los ciudadanos dependa exclusivamente de la voluntad de sus representantes, por lo que tales ámbitos han de quedar exentos de la acción del Ejecutivo y, en consecuencia, de sus productos normativos propios, que son los reglamentos. El principio no excluye, ciertamente, la posibilidad de que las leyes contengan remisiones a normas reglamentarias, pero sin que tales remisiones hagan posible una regulación independiente y no claramente subordinada a la ley, lo que supondría una degradación de la reserva formulada por la Constitución a favor del legislador..."

Uno de los aspectos más importantes de resaltar del referido fallo, es que atendiendo a los más modernos lineamientos doctrinarios concibe a la reserva legal como una garantía esencial del Estado de Derecho, cuya finalidad última es la preservación de los ámbitos de libertad de los ciudadanos, los cuales quedarían a discreción del Gobierno, si mediante la referida técnica no fuesen sustraídos de su esfera de competencia, logrando de esa manera, como expresa la sentencia, que materias tan esenciales a la libre convivencia social, como son la libertad y la propiedad, sean disciplinadas por el órgano teóricamente más representativo, y por ende, más legítimo y plural, como es el Parlamento¹⁴.

De tal modo, la reserva legal implica que la regulación de ciertas materias, por decisión del constituyente, debe reservarse a la Ley, en el

¹⁴ José Peña Solís: *Manual de Derecho Administrativo Adaptado a la Constitución de 1999...* op.cit. p. 614.

sentido de que su ordenación solo es posible por norma legal o mediante un instrumento de similar rango.

De conformidad con nuestra vigente Constitución, son varias las materias de la reserva legal, específicamente toda limitación o restricción al ejercicio de los derechos que preceptúa el Texto Constitucional.

En los orígenes de la doctrina de la reserva legal, la cual se formó en el Derecho Alemán, se consideró que solamente el legislador podía restringir el ejercicio de los derechos fundamentales, lo que representa un límite inmediato e insalvable a la Administración Pública, por cuanto ella no puede, directamente, asumir la regulación de materias que son de la reserva legal. Este es el fundamento último del principio de legalidad administrativa, tal como lo prevé el artículo 114 Constitucional. Por ello se afirma que “el principio de legalidad encuentra su soporte último en la doctrina de las materias reservadas a la Ley”¹⁵.

En el constitucionalismo moderno se entiende que la Constitución es la norma suprema del ordenamiento jurídico. La idea de Estado constitucional está sólidamente unida a la idea de la Constitución como norma suprema, que debe prevalecer sobre toda norma o acto estatal¹⁶.

Así, nuestro Texto Fundamental, en su artículo 7, establece: “La Constitución es la norma suprema y el fundamento del ordenamiento jurídico. Todas las personas y los órganos que ejercen el Poder Público están sujetos a esta Constitución”.

¹⁵ Lorenzo Martín-Retortillo Lorenzo: “La doctrina de las materias reservadas a la Ley y la reciente jurisprudencia del Tribunal Supremo”. *Revista de Administración Pública*, N° 39. Madrid. Instituto de Estudios Políticos, 1962, pp. 287 y ss.

¹⁶ Rodrigo Rivera Morales: “La Defensa de la Supremacía Constitucional en el Proceso Español y Venezolano”. *Revista Tachirens de Derecho*, N° 20. San Cristóbal. Universidad Católica del Táchira, 2009, p. 129.

La figura jurídica que explica esa especial relación entre el ordenamiento y la Administración es la figura técnica de la potestad, por cuanto la Ley atribuye potestades a la Administración¹⁷.

El principio de legalidad se manifiesta en la atribución de potestades, en el conferimiento de facultades de actuación, en la delimitación de un campo de acción dentro del cual el órgano administrativo puede desenvolver los poderes que le son otorgados¹⁸. Por ello, el autor García de Enterría afirma: *sin una atribución legal previa de potestades la Administración no puede actuar*.

Así, observamos que tanto en la ley derogada, como en la vigente, a la entonces Comisión Nacional de Valores y a la hoy Superintendencia Nacional de Valores se le atribuyeron diversas potestades –entre ellas, de carácter normativo-, tal como fue previsto en los artículos 32 y 16, respectivamente, los cuales serán objeto de análisis.

VI.- POTESTADES NORMATIVAS DEL ENTE REGULADOR DEL MERCADO DE CAPITALES (comparación de los artículos 32 y 16 de la Ley derogada y de la Ley vigente, respectivamente)

El órgano administrativo regulador del mercado de valores tiene legalmente atribuidas ciertas y determinadas potestades, a los fines de que las personas intervinientes en la actividad del mercado de valores actúen de acuerdo a límites y parámetros establecidos por dicho ente.

En tal sentido nos referiremos a las potestades normativas (en los artículos mencionados) de ese ente de control, de acuerdo a cada una de las leyes en estudio (la derogada y la vigente) a los fines de la respectiva

¹⁷ Eduardo. García de Enterría: *Legislación Delegada, Potestad Reglamentaria y Control Judicial*, tercera edición, Madrid. Editorial Civitas, S.A., 1998, p. 359.

¹⁸ Alfredo Morles Hernández: *Régimen Legal del Mercado de Capitales... op. cit.*, p. 444

comparación. Cabe destacar que tales potestades normativas son de segundo grado, por ser, precisamente, las dictadas por el órgano administrativo, mas no directamente por el Poder Legislativo.

Encontramos la referida potestad normativa delegada a la Comisión Nacional de Valores, en la derogada Ley de Mercado de Capitales (1998), en su artículo 32, el cual establecía:

“La Comisión Nacional de Valores podrá dictar las normas para la emisión o negociación de cualesquiera otros valores o derechos susceptibles de oferta pública, **que no estén expresamente regulados en esta Ley u otras leyes especiales**”. (Resaltado agregado).

Como podemos apreciar, dicha norma atribuía a la Comisión Nacional de Valores la potestad de regular una materia propia de la reserva legislativa por medio de un reglamento. Parte de la doctrina considera que una situación de esta naturaleza constituye una delegación inconstitucional de materias objeto de reserva legal.

Si bien en la vigente Ley de Mercado de Valores no existe una norma idéntica al referido artículo 32 de la Ley derogada, se puede afirmar que el artículo 16 contiene una previsión similar, al disponer lo siguiente:

“Están sometidos al control de la Superintendencia Nacional de Valores, los valores entendidos en los términos de esta Ley. La Superintendencia Nacional de Valores dictará normas para la emisión, negociación y custodia de estos valores, **así como para cualesquiera otros valores o derechos de contenido financiero, incluso sobre aquellos que sean emitidos por personas que no estén expresamente regulados en esta Ley u otras leyes especiales**”. (Resaltado agregado).

Ambas normas se encuentran dentro del título “DE LOS VALORES SOMETIDOS”, pero debemos empezar nuestra comparación advirtiendo que, en la Ley derogada existía un artículo solamente para determinar cuáles eran los valores sometidos al control de la Comisión, aquellos “objeto de oferta pública en los términos de [esa] Ley” (artículo 21); mientras que en la

vigente, es en el propio artículo 16 el que hace tal determinación, así: “Están sometidos al control de la Superintendencia Nacional de Valores, los valores entendidos en los términos de esta Ley (...)”. Es decir, en ambos instrumentos legales definen cuáles son los valores sometidos a ellos, y hacen su propia definición, de la siguiente manera:

Según la Ley de 1998, “se entenderán por valores (...) las acciones de sociedades, las obligaciones y demás valores emitidos en masa que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase” (artículo 22). Por su parte, en la Ley vigente, en el mismo artículo 16, párrafo primero, el legislador señala que se “entenderá por valores (...) los instrumentos financieros que representen derechos de propiedad o de crédito sobre el capital de una sociedad mercantil, emitidos en masa, que posean iguales características y otorguen los mismos derechos dentro de su clase”.

En tal sentido, ambas Leyes coinciden en cuáles son, en principio, los valores sometidos al ente de control: los definidos por ellas mismas, aunque cabe destacar que la vigente, en los párrafos segundo y tercero, agrega otros tipos de valores, que también están sometidos al ente regulador.

En todo caso, ambos instrumentos normativos parten del principio de que los valores sometidos al ente regulador son aquellos que poseen iguales características y otorgan los mismos derechos dentro de su clase.

Sin embargo, existe una diferencia en la determinación de dichos títulos: observemos que el aludido artículo 22 derogado califica expresamente como valores a las **acciones de sociedades**, mientras que en la norma vigente se identifican a los valores sometidos al ente de control como **instrumentos financieros**, obviamente esta última categorización es más amplia que aquélla, al punto que podemos considerar que todas las acciones de sociedades son instrumentos financieros, pero no a la inversa.

No obstante, a pesar de tal diferencia en la definición que de los valores hacen tales instrumentos normativos, es evidente que la actual Ley también alude –principalmente- a las acciones de sociedades mercantiles, porque hace referencia a los instrumentos financieros *que representen derechos de propiedad o de crédito sobre el capital de una sociedad mercantil*.

Esta especificación que hace la Ley vigente con respecto a cuáles son esos instrumentos financieros sometidos a control, nos parece acertada, por cuanto, si se hubiese dejado abierto el término *instrumentos financieros*, podrían considerarse que también están sometidos al organismo de control, por ejemplo, instrumentos financieros como bonos, cédulas hipotecarias, contratos de futuro, etc.

Por otra parte, obsérvese que en este nuevo artículo se establece que el ente regulador dictará normas para la emisión, negociación y custodia de los valores “entendidos en los términos de [esa] Ley”, pero también “para cualesquiera otros valores o derechos de contenido financiero, incluso sobre aquellos emitidos por personas que no estén expresamente regulados en esta Ley u otras leyes especiales”.

Consideramos que la norma en cuestión guarda estrecha similitud con el artículo 32 derogado por las siguientes razones:

En primer término, al otorgarle la potestad a la Superintendencia Nacional de Valores para dictar normas para la emisión y negociación de “cualquiera otros valores o derechos de contenido financiero”, podemos concluir que dentro de esos *cualquiera* están aquellos no expresamente regulados en esa Ley, tal como lo preveía el mencionado artículo 32.

Asimismo, consideramos que el actual artículo 16 concede una potestad al ente regulador, aún más amplia, porque si bien la norma derogada extendía tal facultad normativa a los valores que no estaban

expresamente regulados por aquella Ley, en la vigente se extiende no solamente para cualesquiera otros valores –como lo indicamos anteriormente- sino, además, puede regular los valores emitidos “por personas que no estén expresamente regulados en esta Ley u otras leyes especiales”.

Nótese entonces que el artículo 16 de la Ley de Mercado de Valores otorga a la Superintendencia Nacional de Valores una potestad normativa similar a la otorgada a la Comisión Nacional de Valores en el artículo 32 de la derogada Ley, razón por la cual –en nuestro criterio-, dicha delegación de facultades normativas se mantiene vigente, en cuya virtud consideramos oportuno hacer el análisis de las decisiones judiciales que resolvieron recursos de nulidad contra el mencionado artículo 32.

VII.- FALLOS DE LA SALA CONSTITUCIONAL QUE DECIDIERON RECURSOS DE NULIDAD CONTRA EL ARTÍCULO 32 DE LA LEY DE MERCADO DE CAPITALES DE 1998

7.1) Sentencia N° 2.164 de fecha 14 de septiembre de 2004.

En el año 2001 el ciudadano Alfredo Travieso Passios, asistido de abogados, interpuso una acción de nulidad por razones de inconstitucionalidad contra ese artículo 32 y del numeral 15 del artículo 9 de la mencionada Ley de Mercado de Capitales¹⁹, así como también de las “Normas sobre Emisión y Oferta Pública de Acciones Preferidas y de distintas Clases de Acciones con Derechos Diferentes”²⁰. No obstante, sobre

¹⁹ El numeral 15 del artículo 9 se refiere a la atribución que tenía el Directorio de la Comisión Nacional de Valores, para adoptar las medidas necesarias para resguardar los intereses de quienes hayan efectuado inversiones en valores sujetos a dicha ley.

²⁰ Dictadas por la Comisión Nacional de Valores y publicadas en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 37.165 del 23 de marzo de 2001.

la nulidad de esta última no hubo pronunciamiento de la Sala, ya que antes de que se dictara la sentencia definitiva, la propia Comisión Nacional de Valores derogó las normas antes señaladas, mediante la Resolución N° 186-2001, razón por la cual, la decisión se circunscribió únicamente a la nulidad de las normas de la ley.

En dicho recurso de nulidad, la parte recurrente fundamentó la acción intentada, con base en lo siguiente:

Alegó que de conformidad con los artículos 156 (numeral 11) y 187 (numeral 1) de la Constitución de la República Bolivariana de Venezuela, la regulación del mercado de capitales es materia de reserva legal, pero que a pesar de esa reserva, la Ley de Mercado de Capitales hace una remisión o delegación normativa en sus artículos 32 y 9.15 a favor de la Comisión Nacional de Valores, por la cual puede dictar normas en esta materia con valor de reglamento.

Asimismo, la Ley de Mercado de Capitales se limita a delegar en la Comisión Nacional de Valores la posibilidad genérica de dictar normas tendentes a resguardar los intereses de los accionistas y, en específico, normas relativas a la emisión y negociación de títulos.

Igualmente afirmó que esa delegación de potestad normativa en una materia sometida a reserva legal, se hace sin aportar lineamientos o parámetros sobre la regulación que se delega; y por lo tanto el legislador no puede delegar en un ente administrativo la función que constitucionalmente le ha sido impuesta, sin determinar claramente los parámetros y orientaciones a los que debe supeditarse la regulación encomendada a la Administración, lo que conlleva a una delegación inconstitucional de materias objeto de reserva legal.

Adujo que en este caso la delegación ha sido “absolutamente vaga e imprecisa”, lo que conlleva a la nulidad de los artículos 32 y 9.15 de la Ley de

Mercado de Capitales, cuyas normas, a los fines de cumplir con la garantía de la reserva legal, han debido ser precisas a la hora de remitir dichas materias a la Comisión Nacional de Valores y fijar los límites de esa potestad.

Por su parte, el apoderado judicial de la Asamblea Nacional, en defensa de los artículos impugnados, argumentó que la Ley de Mercado de Capitales regula la oferta pública de valores, cualesquiera que estos sean y, para tal fin, establece los principios de su organización y funcionamiento, las normas rectoras de la actividad de los sujetos que intervienen en dicho mercado y su régimen de control.

También alegó que el espíritu, propósito y razón del legislador para intervenir decididamente en la regulación del mercado de capitales es el desarrollo de dicho mercado mediante un adecuado sistema de protección que garantice razonablemente los ahorros de los inversionistas.

Siguiendo con la defensa de la ley, adujo que no es correcto afirmar que la normativa dictada por la Comisión Nacional de Valores quebranta la garantía de la reserva legal, ya que el legislador creó un órgano encargado de promover, regular, vigilar y supervisar la oferta pública de valores, cualesquiera que estos sean, y estableció las normas de la actividad y su régimen de control.

Finalmente, alegó que el articulado de la Ley de Mercado de Capitales dispone de “manera clara los parámetros, topes u orientaciones”, de conformidad con las cuales la Comisión Nacional de Valores debe actuar para promover, vigilar, regular y supervisar el mercado de valores, cuyas normas dictadas por dicho ente, con base en las atribuciones que le son conferidas por el mencionado texto normativo, son el desarrollo de los principios legales establecidos en dicha Ley.

Una vez vistos los alegatos tanto de la parte recurrente como del representante del Poder Legislativo, la Sala Constitucional, por sentencia N°

2.164 de fecha 14 de septiembre de 2004, declaró Sin Lugar el referido recurso, considerando que, en efecto, el artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales otorgaba a la Comisión Nacional de Valores competencia para dictar normas generales relativas a la emisión y negociación de valores y derechos susceptibles de oferta pública. Pero determinó que dicha remisión no era inconstitucional, con base en los siguientes fundamentos:

“...la reserva no impide al legislador apelar a la colaboración de normas sublegales para regular la materia reservada y esta colaboración no deja de ser una técnica de formación legítima, siempre que la ley establezca los parámetros y fundamentos y siempre que se mantenga dentro de esos límites que impone la propia ley, pues sería absurdo pensar que la reserva de ley implicara la obligación del legislador de establecer hasta sus últimos detalles la disciplina de una materia.”

“...no todas las referencias que hace la Constitución a la ley establecen realmente una reserva legal; algunas de esas menciones están hechas en un sentido inespecífico, que alude lo mismo a la ley o a cualquier norma jurídica y otras, analizadas en su contexto, no persiguen reservar a la ley la materia objeto de regulación. De allí que las alusiones a la ley que contiene el Texto Fundamental deben ser analizadas casuísticamente para determinar si efectivamente constituyen una reserva legal.”

“...diversas normas de la Ley de Mercado de Capitales habilitan a la Comisión Nacional de Valores, en su carácter de instituto autónomo especializado dotado de autonomía administrativa y funcional, a regular distintos aspectos del mercado de capitales, para evitar que la rigidez propia de las normas de rango legal dificulten el logro de los fines del Estado o afecte el interés general, en virtud de las circunstancias cambiantes de las actividades que constituye el campo de regulación de dicho ordenamiento sectorial.”

“...con fundamento en el artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales, la Comisión Nacional de Valores puede dictar actos administrativos de efectos generales de carácter normativo para regular el mercado primario y secundario de títulos valores o derechos que se oferten al público, con excepción de las obligaciones, las obligaciones convertibles en otros valores o bienes, los papeles comerciales, los valores derivados de otros títulos y los valores representativos de derechos de participación, los cuales se encuentran regulados en la propia Ley”.

En conclusión, la Sala Constitucional consideró que la remisión que hizo el legislador no constituye un caso de *deslegalización* que infrinja la reserva legal de la materia referida al mercado de capitales, considerando a tal efecto que las normas dictadas por la entonces Comisión Nacional de Valores para regular la emisión o negociación de cualesquiera otros valores

o derechos susceptibles de oferta pública –que no estén expresamente regulados en la Ley de Mercado de Capitales o en otras leyes especiales-, se encuentran claramente subordinadas a lo dispuesto en el referido texto legal.

Sin embargo, el presente fallo tuvo un voto salvado, del Magistrado Pedro Rondón Haaz, quien fundamentó su disidencia reiterando el criterio que sostuvo –también como disidente- en relación con el alcance de la garantía de reserva legal, en la sentencia N° 1.613²¹, en la que se declaró sin lugar la demanda de nulidad que se intentó contra la Ley del Banco Central de Venezuela y contra las normas de rango sublegal que regulaban el régimen de control de cambio.

En esa oportunidad, el disidente fundamentó su voto salvado señalando que el principio de la reserva legal implica que la regulación de ciertas materias, por decisión del constituyente, debe reservarse a la Ley, en el sentido de que su ordenación solo es posible por norma legal o mediante un instrumento de rango similar, y que toda limitación o restricción al ejercicio de los derechos que preceptúa la Constitución es materia reservada a la Ley.

El mencionado Magistrado también indicó que “no cabe duda que, en el ordenamiento jurídico venezolano, la restricción al ejercicio de los derechos constitucionales es materia de la reserva legal, lo que supone que la Administración solamente podrá restringir el ejercicio de esos derechos si cuenta con una específica norma de rango legal que la habilite para ello”.

Y que la mayoría sentenciadora lo que ha debido precisar es si las restricciones que imponía el régimen cambiario al mercado privado de divisas, incidían sobre el ejercicio de algún derecho fundamental, y que, en efecto, de la revisión de los instrumentos sublegales que imponían dichos controles, se puede llegar a la conclusión de que el referido régimen cambiario incidía directamente sobre el ejercicio de diversos derechos

²¹ Sala Constitucional, del 17/08/2004 (Henry Pereira Gorrín vs. Ley del Banco Central de Venezuela), www.tsj.gob.ve.

fundamentales, a saber: i) la libertad económica; ii) la propiedad privada; y, iii) la libre circulación de mercancías.

En conclusión el Magistrado disidente expuso cuanto sigue:

"(...)

III. Tal conclusión lleva, de inmediato, al análisis de otro aspecto. Según se concluyó anteriormente en este voto salvado, la Administración, para la implementación del régimen que se deriva del Convenio Cambiario (...) y del Decreto nº 2.330, debía contar con una norma legal habilitante. Lo que ahora interesa precisar es **cuál es la intensidad que ha de exigirse a esa norma legal, es decir, en qué medida debe el Legislador desarrollar las restricciones a las operaciones de cambio, que luego serán adoptadas por la Administración.**

La dogmática alemana, que desarrolló la temática de las materias de la reserva legal, se pronunció igualmente sobre ese particular. Se considera así que, en materia de intervención pública económica y para la mejor protección dinámica de los distintos intereses en juego, el Legislador puede habilitar al Ejecutivo para que éste desarrolle, normativamente, determinadas materias propias de la regulación económica, incluso, con amplios márgenes de apreciación (así lo enseña STÖBER, ROLF, 'Derecho administrativo económico', Ministerio de las Administraciones Públicas, Madrid, 1992, p. 120). La ordenación jurídico-administrativa de las operaciones de cambio manual es, precisamente, una de las materias cuya mutabilidad aconseja un desarrollo reglamentario de cierta profusión.

En el caso de autos, esta apreciación fue reconocida por la mayoría sentenciadora, cuando se afirma en el fallo lo siguiente:

'Por otra parte, la consagración del Estado Social de Derecho, aunado al carácter normativo de las Constituciones modernas, requiere del Poder Público la adopción de medidas que posibiliten la promoción del desarrollo económico y social, que implica la intervención estatal en la sociedad, especialmente en el ámbito económico (...) pues sería absurdo pensar que la reserva de ley implica la obligación del legislador de establecer hasta sus últimos detalles la disciplina de una materia (...). Sin embargo dicha reserva no excluye la posibilidad de que las leyes contengan remisiones a normas sublegales, siempre que tales remisiones no hagan posible una regulación independiente y no claramente subordinada a la ley, por lo que no son admisibles las llamadas 'deslegalizaciones' que se traducen en cláusulas generales que dejen en manos de otros órganos del Poder Público, sin directrices ni objetivos, la responsabilidad de regular materias reservadas a la ley'.

Precisamente, lo que se ha debido determinar en el fallo que antecede es si el vasto y complejo sistema de controles sobre los que se erige este régimen cambiario podían anclarse en los citados artículos de la Ley del Banco Central de Venezuela.

(...)

Ahora bien (...) **la reserva legal en materia de intervención pública de la economía, ciertamente aparece atenuada por las razones que antes fueron esbozadas. Sin embargo, y como la propia mayoría reconoce en el fallo, ello no puede permitir al legislador que habilite a la Administración para la adopción de cualquier medida de intervención en la economía.** Los artículos 7, cardinal 6, 33, 110 y 112 de dicha ley, ciertamente habilitaban a la Administración para el diseño del régimen

cambiario y el establecimiento de las normas necesarias para la negociación y comercio de divisas en el país. Ninguna otra mención sustancial realizó el legislador. No basta, y esto es cardinal, que la Ley consagre la medida de intervención económica que podrá adoptar la administración. Se requiere **algo más**: en qué condiciones podrá adoptarse esa medida; con qué alcance; a través de qué procedimiento.

En tanto la ordenación jurídico-administrativa de las operaciones comerciales de cambio manual implica la restricción de diversos derechos fundamentales, de contenido económico, siempre se requiere que la limitación que en concreto establezca la Administración sobre las operaciones de cambio, cuente con cobertura legal, es decir, que sea el Legislador –y no el Poder Ejecutivo– quien establezca las restricciones al mercado cambiario y la Administración se limite a la concreción o reglamentación de esa restricción legal. Otra manera, constituiría una burla al principio de legalidad administrativa y a la dogmática de la reserva legal –y consecuentemente, a los pilares del Estado Democrático–, esto es, que el Legislador habilite ampliamente a la Administración para la adopción de cualquier restricción al mercado cambiario en el cual están en juego, como se explicó, diversos derechos fundamentales. En este sentido se pronuncia el autor SEBASTIÁN MARTÍN-RETORILLO BAQUER: ‘...inequívoca necesidad de norma legal habilitante para la ordenación del ejercicio del derecho a la libertad de empresa. No caben, pues, Reglamentos independientes. Norma legal que, además, debe recoger expresamente, la ordenación y el contenido fundamental que pueda asumir la ulterior regulación complementaria que haya de llevarse a cabo...’ (‘Derecho Administrativo Económico’, La Ley, Madrid, 1989, p. 163).

La jurisprudencia venezolana, incluso la de esta propia Sala Constitucional, ha asumido con anterioridad estos planteamientos. Las materias de la reserva legal constituyen un mandato positivo al Legislador para que sea él –como representante de los ciudadanos– quien desarrolle normativamente las limitaciones que la Administración podrá acordar. No puede el Legislador, por consiguiente, otorgar una remisión genérica a favor del Poder Ejecutivo, o sea, una auténtica cláusula en blanco (...)’ (sic). (Negrillas del voto salvado).

7.2) Sentencia N° 1.422 de fecha 30 junio de 2005.

Adicionalmente al fallo de fecha 14 de septiembre de 2004, que fue objeto de análisis anteriormente, existe otra sentencia posterior que se originó por el recurso de nulidad incoado el 1° de agosto de 2000, por el abogado Hugo Nemirovsky contra las normas contenidas en los artículos 9 (numerales 24 y 32), 32, 109, 110 y 111 de la Ley de Mercado de Capitales.

En dicho proceso el accionante fundamentó su recurso, básicamente, en los mismos términos que el recurrente de la acción anteriormente descrita, y además señaló que existe inconsistencia de las potestades normativas

conferidas por la Ley de Mercado de Capitales a la Comisión Nacional de Valores, por estimar que a ese Órgano se le habilitó para dictar reglamentos ejecutivos, lo cual consideró es de la competencia exclusiva del Ejecutivo Nacional.

Consideró que los artículos impugnados le atribuyeron a la Comisión Nacional de Valores competencia normativa para regular los procesos de adquisición y toma de control de compañías sin la anuencia del Ejecutivo Nacional, por lo que afirmó que esa potestad comprendía una “actividad ‘cuasi-legislativa’ invasiva de las actividades propias del Legislativo Nacional”.

Asimismo, señaló que la competencia atribuida a la Comisión Nacional de Valores, prevista, entre otros, en el artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales, es inconstitucional por violar los artículos 139 y 190, numeral 10 de la Constitución de 1961 –en cuya vigencia se dictó la Ley de Mercado de Capitales- y por contravenir de forma sobrevenida los artículos 187 (numeral 1) y 236 (numeral 10), y la Disposición Derogatoria Única de la Constitución de 1999.

Afirmó que el artículo 25 de la primera Ley de Mercado de Capitales²² dictada en 1973 -el cual consideró como el primer antecedente del artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales de 1998-, sí se adecuaba al texto constitucional de 1961, ya que limitaba la actuación normativa de la Comisión Nacional de Valores a la presentación ante el Ejecutivo Nacional del proyecto de normas reguladoras de las emisiones de cualquier título susceptible de oferta pública, cuyo procedimiento y requisitos no estuviesen en la Ley, “existiendo en ese caso una correcta división entre las potestades que en su momento le correspondían al entonces Congreso Nacional y al Poder Ejecutivo, lo que “caracterizaba a la Comisión Nacional de Valores como un

²² Publicada en Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 1.566 Extraordinario, de fecha 31 de enero de 1973.

organismo técnico destinado a redactar proyectos de normas para la consideración y consecuente aprobación por parte del Presidente de la República en Consejo de Ministros”.

En ese sentido, también indicó que esa constitucionalidad respetada por el primer texto normativo fue vulnerada posteriormente con la entrada en vigencia de la Ley de Mercado de Capitales²³ de 1975, por cuanto ese instrumentó “le atribuyó a la Comisión Nacional de Valores la potestad para elaborar y dictar de manera directa las normas reguladoras del sector”.

Indicó que por lo tanto, la Ley de Mercado de Capitales de 1998 –cuyos artículos fueron impugnados en este recurso-, en su artículo 32 reiteró el error cometido por la Ley de 1975, siendo en consecuencia una disposición que debía ser declarada inconstitucional. Y que ese error tiene su origen en la adopción de modelos internacionales relacionados con esta materia, “sin tomar en cuenta las realidades constitucionales del país, pues los entes extranjeros considerados para ello provienen de un esquema constitucional distinto al imperante en nuestro ordenamiento”.

Por su parte, la representación de la Asamblea Nacional alegó la improcedencia del recurso de nulidad, al señalar que la Constitución de 1999 prevé como competencia del Poder Público Nacional la regulación del sistema financiero y del mercado de capitales, y que si bien es cierto que dicha materia debe ser estipulada en el ámbito de la reserva legal, en los términos establecidos en el artículo 187, numeral 1 de la Carta Magna, también alegaron que este principio no implica que sobre estas materias solo se pueda legislar en sentido formal, afirmando que en los asuntos pertenecientes a la competencia nacional pueden dictarse reglamentos, sea por el Presidente o los Ministros, o por otras autoridades que estén legalmente habilitadas para dictarlos.

²³ Publicada en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 1.774 Extraordinario, de fecha 22 de mayo de 1975.

Asimismo desestimaron lo afirmado respecto a la inexistencia de antecedentes para que la Comisión Nacional de Valores pudiera dictar actos normativos, por considerar que no tiene relevancia en un procedimiento donde se estudia la conformidad que debe guardar una disposición normativa respecto a la Constitución, y agregaron que tanto la Ley de Mercado de Capitales de 1973 como la del año 1975 ya establecían esas potestades.

También adujeron que lo alegado por el recurrente acerca de la inaplicabilidad de modelos extranjeros en el país era irrelevante como argumento para sostener la nulidad de la Ley de Mercado de Capitales.

Sostuvieron que la Comisión Nacional de Valores no puede catalogarse como una autoridad administrativa no independiente, por cuanto el artículo 2 de dicha ley la determinó como un organismo con personalidad jurídica propia y patrimonio propio, “controlada bajo tutela y no dependencia”. Y que el carácter independiente o no de dicho organismo no implica que la Ley de Mercado de Capitales no pueda otorgarle potestades normativas, “ya que las mismas, de por sí, las tienen los Ministros del Ejecutivo sin que sean autoridades administrativas independientes”.

Igualmente señalaron que en nuestro ordenamiento jurídico “no existe duda alguna cuando la potestad normativa de la Administración ha sido habilitada mediante una norma legal, por lo que mal podría afirmarse que la Asamblea Nacional, como Poder Legislativo, pudiera violar la disposición del artículo 187, numeral 1, de la Constitución”.

Contradijeron la denuncia formulada relacionada con la violación del artículo 236, numeral 10 de la Constitución, afirmando que el Legislador “al dictar la Ley de Mercado de Capitales, no invadió ni limitó el campo de actuación del Ejecutivo para reglamentar las leyes”.

Visto los alegatos de las partes, la Sala Constitucional del Tribunal Supremo de Justicia, por sentencia N° 1.422 del 30 de junio de 2005, también declaró sin lugar este recurso de nulidad, ratificando a tal efecto su criterio respecto al artículo de 32 de la Ley de Mercado de Capitales que fue establecido en la decisión anteriormente descrita. Adicionalmente, esa Sala expuso las siguientes consideraciones:

“(Omissis)

El recurso cuestiona, específicamente, la modalidad utilizada por el legislador para conferir a la Comisión Nacional de Valores la habilitación para regular las negociaciones de títulos valores, por considerar inviable que un ente de la Administración con tales características delimite, por vía reglamentaria, aspectos vinculados a la propiedad de los particulares sobre acciones u otros títulos que confieren la representación significativa o la influencia decisiva en la toma de decisiones.

En tal sentido, el legislador, conforme a las potestades conferidas por la Constitución, puede delimitar los derechos y garantías fundamentales, siendo factible que en esa oportunidad permita la complementación reglamentaria de aquellos aspectos que, por su tecnicidad y dinamismo, no pueden ser abarcados tempestivamente por las leyes, en virtud del riguroso procedimiento que se debe seguir para su promulgación, siendo necesaria la participación del ente administrativo competente para complementar, ampliar, regular o delimitar, el área respectiva.

La práctica de esta modalidad es de vieja data en nuestro país y ha dado lugar a discusiones sobre si el reglamentista puede interferir en el ámbito de materias que la Constitución asigna a la ley. Al respecto, tanto la doctrina como la jurisprudencia (v.gr. s.S.C. N° 333/2004, del 9 de marzo, y N° 1613/2004, del 17 de agosto) se ha inclinado a aceptar que el reglamento delimite materias propias de la previsión legal, siempre y cuando la ley establezca los criterios y las materias a regular, es decir, la existencia previa de una autorización que exprese de forma específica, lacónica y con parámetros delimitados, el ámbito que la Administración debe normar, supuesto que no implica que el reglamentista quede atrapado en el simple hecho de copiar la norma legal, pues la habilitación, por sí misma, debe entenderse como la obligación de complementar técnicamente y con base en el conocimiento que la Administración tenga sobre la materia.

En principio, la potestad reglamentaria tiene por fundamento la previsión establecida en el artículo 236, cardinal 10 de la Constitución, por lo que su ejercicio viene conferido por la cúspide del ordenamiento; sin embargo, a este nivel, tal ejercicio solamente ha sido conferido al Presidente de la República en Consejo de Ministros, salvo la potestad que la Carta Magna en sus artículos 293 cardinal 1 y 324 le atribuye al Consejo Nacional Electoral y a la Fuerza Armada Nacional.

El problema podría plantearse con respecto a otros entes y órganos que conforman la Administración Pública, pues, en este supuesto, la Constitución no hizo mención alguna. No obstante, la falta de estipulación expresa no permite afirmar que en nuestro país la única autoridad que puede dictar reglamentos sea el Presidente de la República en Consejo de Ministros, pues la potestad que el legislador tiene para autorizar a la Administración para que promulgue actos normativos se fundamenta en el propio ejercicio de la función legislativa establecida en la Constitución. Al ser ello así, los

Ministerios e Institutos Autónomos pueden ejercer esta potestad, sólo que la atribución a este nivel deriva del conferimiento que el legislador hace al reglamentista para que sea éste quien ejerza las labores necesarias de complementación del texto legal. Por tanto, su desarrollo, a diferencia del supuesto presidencial derivado del artículo 236, numeral 10 de la Constitución, viene encomendado por la ley que permite esta regulación mediante una previsión expresa que autoriza el desarrollo reglamentario.

En este punto, debe destacarse que la autorización legislativa no está en la obligación de atenerse a la estructura jerárquica de la organización administrativa, pues, lo fundamental es que el legislador asigne a la Administración la potestad para dictar normas subordinadas, complementarias y no contradictorias, encargadas de especificar dentro del sistema normativo las materias relacionadas, que, por su amplitud, no pueden estatuirse. En este sentido, una ley puede conferir a un Ministro o a un ente institucional la potestad para dictar un determinado reglamento, sin que para ello se requiera de la delegación por parte del jefe del Ejecutivo Nacional. Lo importante y sustancial se encuentra en que la ley cumpla formal y materialmente con la asignación al ente u órgano administrativo, el campo que se pretenda regular.

Sin embargo, en los casos en que una ley asigne potestades normativas a un determinado instituto autónomo, debe agregarse a los requisitos mencionados, que la naturaleza y el régimen de competencias manejadas por esa entidad sean análogas o conexas con las materias atribuidas y asimilables a la autonomía asignada. En el presente caso, esto deriva de una razón lógica: la potestad reglamentaria que ejerza un instituto autónomo debe guardar relación con las materias cuya competencia originariamente se le han asignado en su ley de creación.

En definitiva, en nuestro país sí existe, con las particularidades expuestas, la posibilidad de que los institutos autónomos regulen ámbitos del derecho económico, inclusive aquellos que tengan relación con el ejercicio de derechos constitucionales, siempre que: a) se atienda a la previsión legal; b) la norma establezca los criterios y las materias a regular, es decir, que exprese de forma específica, lacónica y con parámetros delimitados, el ámbito que la Administración puede normar; c) los entes actúen bajo su marco competencial; d) se apeguen a la habilitación acordada; y e) tanto la norma legal superior como la reglamentaria de complementación no atenten contra el contenido esencial del derecho a ser regulado, desnaturalizándolo y convirtiéndolo en un principio inocuo que no permita el ejercicio de garantía alguna de protección hacia los particulares.

Atendiendo a lo anterior, la Comisión Nacional de Valores, vista la Ley de Mercado de Capitales, tiene la potestad suficiente para normar las operaciones relacionadas con el mercado de títulos valores, dependiendo la licitud de tales normas de que no sobrepasen el ámbito delegado por la ley, ni tampoco de su propio marco original de competencias, el cual se circunscribe a los movimientos efectuados en el mercado de capitales. Así se decide.

Asentado lo anterior, debe analizarse de manera particular, el contenido de los preceptos impugnados, razón por lo cual, se hacen las siguientes consideraciones:

En el supuesto de los artículos 9 (cardinales 24, 25 y 32), 109, 111 y 118 de la Ley de Mercado de Capitales, los mismos han sido precisos al demarcar cuáles son las reglamentaciones que puede dictar la Comisión Nacional de Valores, medio suficiente para señalar que este ente puede normar las actividades conferidas en materia de oferta pública de acciones, sin que su forma dentro de la estructura organizativa de la administración se lo impida, pues los parámetros para dictar los reglamentos están cabalmente cumplidos; como son los ya anteriormente advertidos: que la potestad haya sido

conferida por ley, las materias a regular se encuentren dentro de su ámbito de competencias y los términos bajo los cuales la norma legal confirió la regulación estén expuestos expresamente y no onmicomprensivamente. Por ende, resulta inviable la consideración de los recurrentes respecto de la imposibilidad de la Comisión Nacional de Valores de poder dictar actos normativos, toda vez que se verifica el cabal cumplimiento de los requisitos esenciales de ley para autorizar la emisión de estas disposiciones por parte de la Administración.

Por otra parte, en lo concerniente a la disposición contenida en el artículo 110 de la Ley de Mercado de Capitales, esta Sala encuentra que la misma no se compadece exactamente dentro de los supuestos aducidos por los recurrentes para determinar la nulidad; por el contrario, encuentra dicha norma acorde con las potestades del ente regulador para controlar el mercado de adquisición de acciones, en el sentido de supervisar que no acontezcan anomalías contrarias a la normativa de transmisión de títulos valores (...).

Luego de haber descrito los procesos judiciales mediante los cuales se impugnó el artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales de 1998 y los respectivos fallos que decidieron tales recursos, pasamos ahora a emitir nuestra propia opinión.

Esas acciones de nulidad fueron intentadas por considerar que la potestad normativa otorgada a la Comisión Nacional de Valores en la mencionada norma constituía una delegación inconstitucional por dar a un organismo de la Administración Pública la facultad para regular una materia propia de reserva legal.

Pues bien, en principio, debemos insistir en que esa situación prevista en el artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales de 1998, entiéndase, el otorgamiento al órgano de control de facultades para dictar normas sobre la emisión y negociación de cualesquiera otros valores o derechos susceptibles de oferta pública que no estén expresamente regulados en la Ley, se encuentra vigente en la nueva Ley de Mercado de Valores (en su artículo 16), cuya situación hace pertinente nuestro trabajo de investigación.

Observamos que en el segundo de los juicios descritos, la parte accionante hizo referencia a la Ley de Mercado de Capitales de 1973, de la cual afirmó, que su artículo 25 es el primer antecedente de la delegación de

potestades objeto de estudio, pero que dicha constitucionalidad quedó vulnerada con la entrada en vigencia de la Ley de Mercado de Capitales de 1975, vulneración que a su vez se ratificó en la Ley de 1998. Bien, pasemos a transcribir ese artículo 25 de la Ley de Mercado de Capitales de 1973, a los efectos de determinar la diferencia con el 32 (Ley de 1998) y 16 (Ley de Mercado de Valores). Dicho artículo 25 era del siguiente tenor:

“La Comisión Nacional de Valores propondrá al Ejecutivo Nacional las normas para la emisión de cualesquiera otros títulos susceptibles de oferta pública cuyo procedimiento y requisitos no estén expresamente previstos en esta Ley”.

Es evidente la diferencia entre ese antecedente y las normas que lo sucedieron (artículo 32 de la Ley de 1998 y 16 de la Ley vigente), por cuanto en la delegación prevista en ese artículo 25, el ente de control para poder dictar normas que regularan la emisión de cualesquiera otros valores susceptibles de oferta pública, previamente debía proponer al Ejecutivo Nacional las respectivas normas.

Entendemos pues, que con tal proposición al Ejecutivo Nacional el órgano administrativo no ostentaba de manera total y absoluta una libertad para dictar normas reguladoras para la emisión y negociación de valores que no estuviesen regulados por esa Ley.

En tal sentido, compartimos la opinión de la parte accionante en el segundo de los recursos de nulidad aludidos anteriormente, porque en aquel momento el ente de control no ostentaba de manera absoluta –como sí lo es ahora- las potestades normativas para regular la emisión y negociación de títulos valores no sometidos a la Ley.

Obviamente, con la entrada en vigencia de la Ley de Mercado de Capitales de 1998, esa limitación de la potestad -entiéndase la proposición al Ejecutivo Nacional- fue totalmente eliminada y, por consiguiente, violatoria

del principio de la reserva legal. Situación ésta que como hemos afirmado, se mantiene vigente en el artículo 16 de la actual Ley de Mercado de Valores.

En cuanto a nuestra opinión respecto a las sentencias antes referidas, consideramos que a pesar de que la Sala Constitucional determinó que la mencionada delegación de potestades normativas no reviste carácter inconstitucional, en nuestro criterio –eventualmente- sí podría constituir una inconstitucionalidad, porque el ente regulador al dictar normas con fundamento en esa delegación, pudiera vulnerar derechos constitucionales de los sujetos emisores de títulos valores.

Respecto a la estudiada potestad, conviene hacer una comparación con la legislación española, en la cual la potestad normativa más significativa –según el autor Eduardo Barrachina²⁴-, de cuantas tiene el órgano de control español (Comisión Nacional del Mercado de Valores) es la facultad de dictar *Circulares*, esto es, disposiciones cuya función es el desarrollo y ejecución de los Reales Decretos u Órdenes del Ministerio de Economía y Hacienda (artículo 15 Ley de Mercado de Valores de España). Se trata de una potestad extraordinaria, pues es al Gobierno a quien corresponde ejercer la potestad reglamentaria. Dicho autor afirma que ante la gravedad de esta facultad –la delegación de la potestad normativa a un órgano administrativo- las *Circulares* han de ser aprobadas por el Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siguiendo un procedimiento reglado y cumpliendo con los requisitos de tramitación descritos en el artículo 35 del Reglamento Interior. Se trata de un procedimiento detallado y riguroso que garantiza que esta atribución se desarrolla correctamente. Asimismo afirma, que la garantía fundamental de este proceso es la exigencia de habilitación expresa por una norma superior, cuyo requisito está en plena coherencia con el principio de jerarquía normativa.

²⁴ Eduardo Barrachina: *Derecho del Mercado de Valores...* op.cit. p.195.

Vemos pues, como el ente de control del Mercado de Valores español tiene, como potestad normativa “más significativa”, la de dictar *Circulares*, las cuales constituyen una normativa para desarrollar y ejecutar las directrices del Poder Ejecutivo (Reales Decretos u Órdenes del Ministerio de Economía y Hacienda); vale decir que –a diferencia de Venezuela- la potestad normativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (órgano administrativo español) está limitada por las directrices del Poder Ejecutivo, respetando así el principio de la reserva legal.

Luego de esta breve comparación, podemos concluir que, en efecto, en nuestro país, la Superintendencia Nacional de Valores es titular de una potestad normativa ilimitada para regular la emisión y negociación de valores que no estén expresamente regulados en la Ley.

Al respecto, a los efectos de ilustrar una eventual vulneración de derechos constitucionales de empresas emisoras de títulos valores, consideramos oportuno realizar un análisis de normas dictadas por la entonces Comisión Nacional de Valores, de conformidad con la aludida delegación (artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales). Tales normas, si bien hoy en día se encuentran derogadas, cabe destacar que estando actualmente en vigencia esa delegación de potestades normativas (artículo 16 de la Ley de Mercado de Valores), existe la posibilidad legal de que la Superintendencia Nacional de Valores dictare normas de similar contenido a las que analizaremos y, por ende, vulnerar derechos constitucionales de las sociedades mercantiles emisoras de valores.

La normativa a la cual nos referimos son las “Normas Sobre Emisión y Oferta Pública de Acciones Preferidas y de Distintas Clases de Acciones con Derechos Diferentes”; por lo que antes de tal análisis consideramos oportuno hacer referencia a los instrumentos financieros que representan derechos de propiedad sobre el capital social de una sociedad mercantil, específicamente,

la sociedad anónima, ya que son éstas las que mayoritariamente cotizan sus valores en el mercado de capitales.

VIII.- EL CAPITAL SOCIAL

En virtud de que el presente trabajo versa sobre la eventual inconstitucionalidad en que pueden incurrir las normas dictadas por la Superintendencia Nacional de Valores, producto de la delegación prevista en el artículo 16 de la vigente Ley de Mercado de Valores, según el cual dicha Superintendencia es la que dictará las normas para la emisión, negociación y custodia de los valores sometidos a ella, así como para cualesquiera otros valores de contenido financiero, y, por ser esos valores –según la propia Ley– aquellos instrumentos financieros que representan derechos de propiedad o de crédito sobre el capital de una sociedad mercantil, consideramos de utilidad hacer un análisis sobre tales instrumentos.

La sociedad anónima es una sociedad de capitales, es decir, su crédito se funda en la existencia del capital social y el mantenimiento de la integridad del mismo²⁵.

El capital social cumple diferentes funciones: a) indica la suma de las aportaciones de los socios; b) al estar dividido en acciones, determina la posición de los accionistas dentro de la sociedad; c) informa a los acreedores sociales sobre el monto mínimo del patrimonio social; d) sirve de referencia para decidir el aumento, la reposición o la reducción del capital, al producirse alteraciones en el patrimonio de la sociedad; e) junto a los resultados del ejercicio periódico, permite establecer si la sociedad ha producido utilidades o pérdidas. En síntesis, el capital social cumple la triple función de constituir

²⁵ Roberto Goldschmidt: *Curso de Derecho Mercantil*, Caracas. Universidad Católica Andrés Bello, 2003, p. 492.

un fondo común, servir de garantía a los terceros y determinar la posición jurídica de los socios dentro de la sociedad²⁶.

8.1) Las Acciones como parte integrante del Capital Social

Encontramos que en las sociedades anónimas, el capital social está integrado (se divide) por acciones, siendo por tanto la acción, un título representativo que incorpora el capital social y confiere la cualidad de accionista a quien resulte su tenedor legítimo. También se considera a la acción como fracción del capital, como derecho de participación y como título de crédito²⁷.

Para Goldschmidt, se emplea el término acción no solamente para indicar una fracción del capital social sino también para el conjunto de los derechos del accionista, así como también para el documento que se le entrega acerca de su derecho de participación.

Antonio Jiménez-Blanco distingue a las acciones, como valores de renta variable, ya que la persona que aporta los fondos pasa a interesarse en los beneficios de la sociedad que los recibe y su aporte no es de por sí reintegrable.

8.2) Tipos de Acciones

Goldschmidt advierte la importancia de la distinción entre acciones ordinarias o comunes y acciones preferentes, preferenciales o privilegiadas.

²⁶ Alfredo Morles Hernández: *Curso de Derecho Mercantil*, tomo II, Caracas. Universidad Católica Andrés Bello, 1998, p. 999.

²⁷ Alfredo Morles Hernández: *Curso de Derecho Mercantil... op. cit.*, p. 1044.

Conforme al artículo 292 del Código de Comercio²⁸, las acciones deben ser de igual valor y dar a sus tenedores iguales derechos, si los estatutos no disponen otra cosa. Esta disposición, acerca de cuyo alcance en lo relativo a la derogación de la regla concerniente a la igualdad del valor de las acciones se ha discutido, ha sido interpretada, de todas maneras, en el sentido de que los estatutos pueden crear diversas categorías de acciones, por ejemplo, además de las ordinarias, acciones a las que se atribuye un privilegio respecto del dividendo o aun de la cuota de liquidación²⁹.

Las acciones comunes son las que otorgan los derechos ordinarios de accionista, sin privilegios ni restricciones. Las acciones preferidas o preferenciales son las que confieren a su titular algún privilegio. La preferencia puede estar vinculada a aspectos patrimoniales (caso más frecuente) o aspectos administrativos de la sociedad³⁰.

También encontramos que parte de la doctrina ha elaborado un concepto económico de acción preferida, entendiendo por tales las que tienen una definida y limitada participación en el capital y las utilidades, y que, por el contrario, las acciones comunes son las que expresan una participación residual que corre ilimitadamente todos los riesgos de la sociedad. Por ello, el autor Acedo Mendoza afirma que hay otras preferencias que no se reflejan en el concepto económico antes señalado, en razón de lo cual se limita a expresar que las acciones preferidas son las que no son comunes, entendiendo por éstas, a falta de mejor modelo, el prototipo del Código de Comercio, o por lo menos la especie en concreto que más se le asemeje³¹.

²⁸ Publicado en la Gaceta Oficial de la República de Venezuela N° 472 Extraordinario de fecha 17 de octubre de 1955.

²⁹ Roberto Goldschmidt: *Curso de Derecho Mercantil... op. cit.*, p. 502.

³⁰ Alfredo Morles Hernández: *Curso de Derecho Mercantil... op. cit.*, p. 1079.

³¹ Manuel Acedo Mendoza: "Apuntes sobre el Régimen Legal de las Acciones Preferidas". *Revista de la Facultad de Derecho*, N° 5. Caracas. Universidad Católica Andrés Bello, 1967-1968, p. 113.

Encontramos que dentro de las acciones preferidas pueden coexistir a su vez, distintas clases, cada una con sus respectivos derechos o preferencias. De seguidas, algunas de las clasificaciones:

8.2.1) Acciones preferidas con participación preferente e ilimitada en las utilidades.

A este tipo de acciones, generalmente los estatutos le acuerdan derecho a un dividendo fijo y acumulativo expresado en un porcentaje de su valor nominal, el cual se paga de las utilidades líquidas, en primer término y con preferencia a cualquier dividendo a las acciones comunes, y luego de apartado un dividendo igual para las acciones comunes, las preferidas participan junto con aquéllas en el saldo de las utilidades sociales, en proporción a sus respectivos valores nominales.

Estas preferencias se ofrecen –y aquí podemos encontrar una justificación de por qué emitir acciones preferidas-, en los casos de sociedades con dificultades financieras, como estímulo a la suscripción de nuevo capital. En estos casos el capital preferido, por los amplios derechos que se le conceden, se convierte de hecho en el factor más importante de la empresa y las antiguas acciones comunes pasan a tener un carácter residual de capital de segunda categoría, donde se concentra el máximo riesgo económico de la empresa.

8.2.2) Acciones preferidas con participación preferente, fija pero limitada en las utilidades.

Esta es la forma más corriente de acciones preferidas, por lo cual, cuando se usa el término “acción preferida” sin más determinaciones, la referencia es siempre a acciones preferidas de dividendo fijo preferente.

Muchas acciones preferidas de compañías estables y exitosas se cotizan a la par de obligaciones de rendimiento semejante y se considera en general, que su rendimiento y valor de mercado están asegurados por la capacidad de ganancia de la sociedad mercantil emisora.

La participación en las utilidades que corresponde a las acciones preferidas de rendimiento fijo se expresa en una cifra de dividendo que debe ser pagado en caso de existir utilidades; una vez satisfecho el dividendo fijo, el resto de las utilidades corresponde íntegramente a las acciones comunes.

Por otra parte, cabe destacar que el régimen venezolano de las acciones preferidas es de total libertad, fundamentada en la discreción atribuida a los suscriptores del pacto social por el artículo 292 del Código de Comercio y en la mención referencial del artículo 293, ordinal 2º *eiusdem*, a las preferencias de las acciones. Por tal razón, Acedo Mendoza afirma: “Estas circunstancias hacen especialmente atractiva la materia. La ausencia de normas explícitas obliga al jurista a ocurrir en cada caso a los principios generales, por lo que un estudio de este campo, poco traidado en general, es un interesante ejercicio teórico con importantes consecuencias en la práctica financiera. A su vez, el financista es atraído por una libertad de estipulación que no tiene más límites que el respeto a los conceptos fundamentales del derecho del socio y por la agilidad y adaptabilidad que ofrece frente a cambiantes necesidades del mundo financiero”.

En cuanto a la importancia de las acciones en una sociedad que cotiza en el mercado de valores, encontramos que, por ser las acciones los títulos representativos del capital social, se debe tener presente que a esa sociedad se le deben ofrecer las mayores opciones para emitir las y efectuar la respectiva oferta pública, ya que a través del capital social se determina, entre otros aspectos, la gobernabilidad de la empresa, quién o quiénes son los socios mayoritarios, es decir, en manos de quién está el control de la

sociedad, así como también se determina quiénes son los accionistas minoritarios.

IX.- EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES POR PARTE DE LAS SOCIEDADES ANÓNIMAS

Para tratar lo referente a las emisiones de acciones preferidas (cuya normativa será analizada posteriormente) debemos, en primer lugar, precisar en qué consiste la emisión de acciones, entendiendo por tal proceso, según el autor José E. Cachón Blanco, como una oferta pública de nuevos valores negociables efectuada al público inversor en general o a determinados grupos de inversores³².

En el mismo orden de ideas, Alfredo Morles Hernández señala que la emisión es el proceso por medio del cual una persona –generalmente una sociedad- decide expresar su voluntad de crear un conjunto de títulos en masa. También se llama emisión al conjunto de valores destinados a ser colocados en el mercado³³.

Por su parte, Rodrigo Uría, hace referencia al Real Decreto del 27 de marzo de 1992, sobre emisiones y ofertas públicas de venta de valores, en el que se concibe la emisión “como grupo de valores ofrecidos al público por un emisor y homogéneos por integrar una misma operación financiera o responder a un propósito único, iguales en naturaleza y régimen de

³² José E. Cachón Blanco: *200 Preguntas sobre los Mercados de Valores*, segunda edición, Madrid. Editorial La Ley-Actualidad S.A., 1999, p. 87.

³³ Alfredo Morles Hernández.: *Régimen Legal del Mercado de Capitales...* op. cit., p. 386. Caracas. Universidad Católica Andrés Bello, 2002, p. 386.

transmisión y atributivos de los mismos derechos y obligaciones a sus titulares.”³⁴

Sostiene el mencionado autor, que las emisiones de valores conforman el denominado mercado primario y pueden ser tanto de acciones como de valores de deuda (ejemplo: obligaciones). En particular las emisiones de acciones son las ampliaciones de capital.

En tal sentido, podemos afirmar que la emisión de acciones consiste en la creación de nuevas acciones por parte de las sociedades anónimas, a los efectos de ofrecerlas a diversos inversionistas en el mercado de valores, con la finalidad de obtener financiamiento de ese público inversionista.

Una vez delimitada la emisión de acciones, debemos establecer que las sociedades anónimas llevan a cabo este proceso para emitir tanto acciones comunes como acciones preferidas, dependiendo de la necesidad de cada sociedad mercantil para el momento de la emisión y lo que con ella se pretenda obtener.

En este orden de ideas, es preciso destacar que existieron períodos en que la entonces Comisión Nacional de Valores exigió, adicionalmente a los requisitos para la emisión de cualquier tipo de acciones (comunes), condiciones mínimas para aquellas sociedades mercantiles que deseaban emitir y hacer oferta pública de acciones preferentes, requisitos que se establecieron con fundamento en la delegación de potestades objeto del presente estudio, y cuyas normas analizaremos de seguidas.

³⁴ Rodrigo Uría: *Derecho Mercantil*, vigésima séptima edición. Madrid. Ediciones Jurídica y Sociales, S.A., 2000, p. 665.

X.- NORMAS DICTADAS A PARTIR DE LA DELEGACIÓN DE POTESTADES NORMATIVAS OBJETO DE ESTUDIO

10.1) Normativa Especial para la Emisión de Acciones Preferidas.

En determinadas oportunidades la entonces Comisión Nacional de Valores dictó normas específicas para la emisión y oferta pública de acciones preferidas.

A tales efectos, señalamos cronológicamente las tres resoluciones de la Comisión Nacional de Valores, que en su momento, exigieron condiciones específicas para la emisión y oferta pública de acciones preferidas, a saber:

- a) NORMAS RELATIVAS A LAS CONDICIONES MÍNIMAS PARA LA EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES PREFERIDAS. De fecha 3 de abril de 1990, publicadas en la Gaceta Oficial N° 34.468, de fecha 16 de mayo de 1990 (dictadas de conformidad con la delegación prevista en el artículo 25 de la Ley de Mercado de Capitales de 1975).
- b) NORMAS RELATIVAS A LAS CONDICIONES MINIMAS PARA LA EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES PREFERIDAS. De fecha 21 de abril de 1994, publicadas en la Gaceta Oficial N ° 4.729 Extraordinario, de fecha 6 de junio de 1994 (también dictadas bajo la vigencia de la Ley de Mercado de Capitales de 1975).
- c) NORMAS SOBRE EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES PREFERIDAS Y DE DISTINTAS CLASES DE ACCIONES CON DERECHOS DIFERENTES. De fecha 20 de marzo de 2001,

publicadas en la Gaceta Oficial N° 37.165, de fecha 23 de marzo de 2001 (dictadas con fundamento en la delegación prevista en el artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales de 1998).

Cabe destacar que las primeras de las señaladas fueron derogadas por las segundas y, a su vez, éstas fueron derogadas por las del año 2001, siendo estas últimas derogadas por la Resolución N° 186-2001³⁵. Como podemos apreciar, en la actualidad no existe alguna normativa dictada por el ente regulador del mercado de valores que exija condiciones mínimas para la emisión y oferta pública de acciones preferidas, no obstante, la delegación por la cual fueron dictadas se mantiene vigente en el artículo 16 de la Ley de Mercado de Valores, cuya situación permite que la Superintendencia Nacional de Valores pudiera, eventualmente, dictar normas de similar contenido.

Comparando las precitadas normas se observó, entre otros aspectos, que en las primeras de ellas (las del año 1990) las sociedades mercantiles podían emitir acciones preferidas siempre que el acuerdo fuese aprobado por una asamblea de accionistas que cumpliera con los requisitos de cuórum y votación establecidos en el artículo 280 del Código de Comercio, mientras que las normas del año 1994 solo exigían el cuórum y votación de acuerdo a los estatutos, lo que implica que podía ser menor al exigido en el prenombrado artículo 280.

Por su parte, las normas del año 2001, aunque no de manera expresa, volvieron a exigir el cuórum del artículo 280 del Código de Comercio, ya que requería lo aplicable a los aumentos de capital, para lo cual se debe dar cumplimiento a lo establecido en dicha disposición. Tales normas se transcriben de seguidas:

³⁵ Publicada en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 37.278, de fecha 7 de septiembre de 2001.

Artículo 1 de las normas dictadas en el año 1990: “Las Sociedades sometidas al control de la Comisión Nacional de Valores y las Sociedades Anónimas Inscritas de Capital Abierto (SAICA) podrán emitir acciones preferidas, siempre que el acuerdo sea aprobado por una asamblea de accionistas que cumpla con los requisitos de quórum y votación establecidos en el artículo 280 del Código de Comercio, salvo que los estatutos exijan un quórum o mayoría superiores, y a condición de que sean ofrecidas preferencialmente para su suscripción a todos los accionistas de la Compañía, en proporción al número de acciones que cada uno posea y que las sociedades emisoras adapten sus estatutos a las condiciones mínimas establecidas en las presentes normas (...)”. (Subrayado agregado).

Artículo 1° de las normas dictadas en el año 1994: “Las Sociedades sometidas al control de la Comisión Nacional de Valores podrán emitir acciones preferidas, siempre que el acuerdo sea tomado por una asamblea de accionistas que cumpla con los requisitos de quórum y votación establecidos en sus Estatutos”. (Subrayado agregado).

Artículo 3° de las normas dictadas en el año 2001: “La decisión de emitir y colocar acciones preferidas o acciones de distintas clases con derechos diferentes corresponde a la asamblea de accionistas de la sociedad, en las condiciones de quórum y mayoría aplicables a los aumentos de capital y modificaciones estatutarias”. (Subrayado agregado).

Otra diferencia que se puede advertir, es en cuanto a las definiciones, siendo el caso que cada una de estas normativas definió a las acciones preferentes con ciertas diferencias; por ejemplo, las normas del año 1990 las definió como “...aquellas que gozan de ciertas ventajas sobre las acciones comunes...”, encontrando que, en las normas del año 1994 se definieron como “...aquellas que confieren distintos derechos a los otorgados por las acciones comunes...” sin hacer énfasis en que tales diferencias deben ser *ventajas* sobre las acciones comunes. (Subrayado propio).

El punto está en determinar si la Comisión Nacional de Valores era un órgano con competencia para regular aspectos que tienen que ver con la libertad contractual de las personas, específicamente, con la de las sociedades anónimas que cotizan en el mercado de valores. Ello en razón de que, si bien es cierto que el referido ente de control es el encargado de velar porque las negociaciones llevadas a cabo en el mercado de capitales se

realicen de la manera más transparente posible, también es verdad que al dictar este tipo de normas se está inmiscuyendo en la libertad contractual de la propia sociedad, ya que, por ejemplo, está limitando el poder de decisión de la sociedad para emitir acciones preferentes. Aquí cabría la siguiente interrogante: el hecho de emitir y ofertar públicamente acciones preferentes es una situación tan extraordinaria para una sociedad anónima, que amerita una regulación especial por parte del órgano contralor del mercado de valores. Opinamos negativamente al respecto.

Y es que la inconstitucionalidad de tales normas no se produjo únicamente a partir de que entró en vigencia de la Ley de Mercado de Capitales de 1998, sino que, como podemos observar, las dos primeras (la del año 90 y las del año 94) no obstante haber sido dictadas bajo la vigencia de la Ley de de 1975, de igual manera la Comisión Nacional de Valores –a nuestro entender- se fundamentó en una delegación inconstitucional de materias objeto de reserva legal.

En este sentido, agrega Morles³⁶, que la Ley de Mercado de Capitales de 1975 preceptuaba que las acciones de las SACAS³⁷ (artículo 55), y de las SAICAS³⁸ (ordinal 1º, artículo 60) debían ser todas comunes. Al proceder de esta manera, el legislador ignoró que el objeto de emisión de acciones preferidas es, especialmente “favorecer la afluencia de capital circulante a la empresa” (Brunetti), y que esta necesidad puede ser experimentada por la sociedad en muy diversas situaciones, razón por la cual no era prudente prohibir a estas empresas un arbitrio financiero de uso universal.

Agrega el autor que tales normas están afectadas de una evidente inconstitucionalidad, por falta de competencia del órgano que las dictó, ya

³⁶ Alfredo Morles Hernández: *Curso de Derecho Mercantil... op. cit.*, p. 1081.

³⁷ Sociedades anónimas de capital autorizado: aquellas sociedades anónimas en las que la asamblea de accionistas podía autorizar una o más veces a los administradores a aumentar el capital social hasta una cifra determinada mediante la emisión de nuevas acciones.

³⁸ Sociedades anónimas inscritas de capital abierto: Aquellas sociedades anónimas cuyas acciones eran objeto de oferta pública.

que ninguna de las disposiciones legales invocadas como fundamento de esas normas, autorizaban a la Comisión Nacional de Valores para regular materias de acciones preferidas y las cuestiones conexas a las asambleas, cuórum, voto, utilidades, reparto de dividendos, aumento y reducción de capital, etc. Sostiene que hay una falta evidente de correspondencia entre las potestades que la Ley de Mercado de Capitales atribuyó a la Comisión Nacional de Valores y los asuntos regulados en las normas dictadas.

En nuestra opinión, mientras estaban en vigencia las normas objeto de estudio, era evidente la injerencia de la Comisión Nacional de Valores en asuntos de las sociedades mercantiles que en nada tenían que ver con su verdadera competencia, y tal situación la podemos ver reflejada en regulaciones como la que se hizo en el artículo 14 de las normas dictadas en el año 2001, el cual, en su encabezado establecía:

“Las acciones preferidas y las acciones de distintas clases con derechos diferentes no podrán, en su conjunto, representar más del cuarenta y nueve por ciento (49%) del capital de la sociedad. En todo caso, las acciones preferidas no podrán representar más del treinta por ciento (30%) del capital de la sociedad”.

Al respecto, cabría la interrogante de por qué la Comisión Nacional de Valores se inmiscuyó en el asunto de la dirección y gobierno de una sociedad mercantil. Pues, no existe norma constitucional o legal que impida que la mayoría del capital social de alguna sociedad mercantil esté representado en acciones preferidas. Por el contrario, el texto principal en materia mercantil, vale decir, nuestro vigente Código de Comercio, otorga plena libertad en cuanto al tipo de acciones que pueden existir en una sociedad de capital, tal como se desprende de sus artículos 292, 293 (ordinal 2°) y 248, cuyos textos señalan:

Artículo 292. “Las acciones deben ser de igual valor y dan a sus tenedores iguales derechos, **si los estatutos no disponen otra cosa**”. (Negrillas agregadas).

Artículo 293. “El título de las acciones nominativas o al portador debe contener:

(Omissis)

2° El monto del capital social, el precio de la acción, **y si hay varias de éstas, las preferencias que respectivamente tengan, y el monto de las diversas clases**”. (Negritas agregadas).

Artículo 248. “También puede constituirse la sociedad por suscripción pública. En este acto los promotores deben hacer un prospecto que indique el objeto de la sociedad; el capital social necesario; el número de acciones; su monto y **respectivos derechos**; los aportes y condiciones bajo las cuales se hacen; las ventajas en provecho particular de los promotores no prohibidas por la ley, y las cláusulas principales de los estatutos...”. (Resaltado agregado).

De las normas anteriormente transcritas se evidencia que el legislador mercantil otorgó plena libertad a la facultad estatutaria respecto al tipo de acciones a emitir por cada sociedad. Como lo señala el autor Acedo Mendoza: “...El Art. 292 permite (...) la estipulación diferencial; el Art. 293 se contrae al caso de las preferencias o derechos diferentes para las respectivas clases y el 248 ordena expresar los respectivos derechos de las distintas clases de acciones.”³⁹

Todo ello aunado al hecho de que con la emisión de acciones preferidas, entre otros aspectos, lo que se busca está dado por los amplios derechos que concede el capital preferido, en cuanto a la participación de estas acciones en las utilidades de la compañía, convirtiéndose así en el factor más importante de la sociedad, pasando las antiguas acciones comunes a tener un carácter residual de capital de segunda categoría, donde se concentra el máximo riesgo económico de la empresa⁴⁰.

Y es que de esta manera, como lo afirmó la parte accionante en los recursos de nulidad comentados en el presente trabajo, la Comisión Nacional de Valores, a través de un instrumento de rango sublegal y sin

³⁹ Manuel Acedo Mendoza: “Apuntes sobre el Régimen Legal de las Acciones Preferidas”. *Revista de la Facultad de Derecho...* op. cit., p. 107.

⁴⁰ Manuel Acedo Mendoza: “Apuntes sobre el Régimen Legal de las Acciones Preferidas”. *Revista de la Facultad de Derecho...* op. cit., p. 125.

estar facultada para ello, pretendió regular la estructura societaria y la forma de gobierno de las compañías que tienen acciones distintas a las comunes, con lo cual, restringe la libertad de contratación que impera en materia de sociedades, usurpando así el ejercicio de funciones exclusivas del Poder Legislativo, al establecer en las aludidas normas limitaciones a los derechos constitucionales de propiedad y de asociación que no estaban previstas en la Ley de Mercado de Capitales que le sirvió de fundamento, ni en ningún otro texto legal.

En todo caso, las normas objeto de análisis actualmente no gozan de vigencia, ya que todas ellas fueron derogadas, en consecuencia, en la actualidad, las sociedades mercantiles que quieran emitir y ofertar públicamente acciones preferidas, solamente deben cumplir con los requisitos exigidos para la emisión de cualquier tipo de acciones, sin que exista, por tanto, requerimientos mínimos para la emisión y oferta pública de acciones preferidas.

Con el anterior análisis pudimos observar como, en efecto, la entonces Comisión Nacional de Valores, a través de la delegación prevista en el artículo 32 de la Ley de 1998, pretendió regular otros títulos valores que no estaban expresamente sometidos a ella, porque los que sí estaban expresamente sometidos eran las acciones de sociedades de *iguales características* y que otorgarán *los mismos derechos* (artículo 22 *eiusdem*), obviamente en esta clasificación no entraban las acciones preferentes (las cuales, de por sí, otorgan distintos derechos). Pues bien, esa delegación permitió -como lo estableció el referido artículo 32- dictar normas para la emisión o negociación de *cualesquiera otros valores* que no estuviesen expresamente regulados en esa Ley, limitando en consecuencia el derecho a la libertad de contratación de las sociedades mercantiles.

Pero al margen de que dichas normas actualmente no se encuentran vigentes, e incluso, tampoco lo está la Ley en que se fundamentaron (la de

1998), resulta que con la actual Ley de Mercado de Valores se mantiene vigente la posibilidad de dictar normas de similar contenido, por cuanto –como lo hemos afirmado a lo largo del presente trabajo- si bien en su artículo 16 se establece que los valores sometidos al control de la Superintendencia Nacional de Valores son los instrumentos financieros que posean iguales características y otorguen los mismos derechos, también deja abierta la posibilidad de regular “...cualesquiera otros valores o derechos de contenido financiero, incluso sobre aquellos que sean emitidos por personas que no estén expresamente regulados en [esa] Ley...”. Es allí pues, la importancia del presente análisis, por tratarse de una situación que, a pesar del cambio legislativo, se mantiene en vigor.

Deseamos que en lo adelante, ahora la Superintendencia Nacional de Valores se limite a regular las materias únicamente de su competencia, sin invadir la esfera de los derechos regulables por otros órganos y que son materia de reserva legal. Esta aspiración no se limita solamente al ente regulador del mercado de capitales, sino también a todos los órganos de la Administración Pública, respetando así el principio de legalidad consagrado en la Carta Magna.

10.2) “Normas Relativas a la Oferta Pública y Colocación de Valores y a la Publicación de las Emisiones”.

Una vez analizadas las normas anteriormente descritas, conviene traer a colación -a efectos comparativos-, la normativa vigente dictada de conformidad con la actual Ley de Mercado de Valores, mediante la cual la Superintendencia Nacional de Valores establece las directrices que deben

seguirse para la oferta pública y colocación de valores, así como también para la publicación de emisiones⁴¹.

En tal sentido, de esta normativa se desprende que el nuevo ente regulador, de acuerdo a las atribuciones que le confiere, entre otros, el artículo 16 de la Ley de Mercado de Valores, dictó las reglas a seguir para la oferta pública de valores y para la publicación de las emisiones, observándose a tal efecto –desde el enfoque de este trabajo- que en dichas normas no se transgredió el principio de la reserva legal –como sí ocurrió en las analizadas anteriormente-, por cuanto la mencionada Superintendencia, en esta ocasión, se limitó a regular valores que, de conformidad con la Ley, están sometidos a ella; mas no valores que a pesar de ser emitidos en masa, se pudieran considerar, por ejemplo, de diferentes características y, por ende, no sometidos a su control.

Dentro de estas normas, a manera de ejemplo, podemos referirnos a las siguientes disposiciones:

“Artículo 2: Las personas, naturales o jurídicas, que pretendan hacer oferta pública de acciones, obligaciones y otros valores de mediano y largo plazo, conforme a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores deberán obtener previamente la correspondiente autorización de la Superintendencia Nacional de Valores. A tal efecto, deberán suministrar toda la información requerida en las presentes normas y en los formularios que establezca esta Superintendencia Nacional de Valores.

Artículo 3: A los fines de lo previsto en las presentes normas, se considerará formalmente presentada la solicitud cuando se reúna los requisitos exigidos al efecto por la Ley de Mercado de Valores, sus reglamentos y las Normas y formularios que dicte la Superintendencia Nacional de Valores en uso de sus atribuciones legales.

Artículo 4: La autorización para hacer oferta pública, otorgada por la Superintendencia Nacional de Valores y la inscripción de la emisión correspondiente en el Registro Nacional de Valores, son condiciones previas e indispensables para ofrecer públicamente valores regidos por la Ley de Mercado de Valores. Antes de ser autorizada la oferta pública de determinados valores e inscrita la emisión en el Registro, no se podrá públicamente ofrecerlos en venta, celebrar opciones a compra, ni aceptar cantidades de dinero por concepto de adelanto de precio, garantía de la operación y otros conceptos similares”. (Subrayado agregado).

⁴¹ Normas publicadas en la Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 39.585, de fecha 3 de enero de 2011.

Observemos que mediante estas normas, la Superintendencia Nacional de Valores se refiere a requisitos para ofrecer públicamente *valores regidos por la Ley de Mercado de Valores*, no así a cualesquiera otros valores, en cuyo supuesto, eventualmente, podría incurrir en la violación al principio de la reserva legal, tal como fue analizado en el presente trabajo.

Hasta ahora, estas son las únicas normas que la Superintendencia Nacional de Valores ha dictado conforme a la delegación prevista en el artículo 16 de la Ley de Mercado de Valores, esperando que en lo adelante, las siguientes normativas que dicte dicho ente regulador respeten de igual manera el principio de la reserva legal.

XI.- SUJETOS DESTINATARIOS DE LAS NORMAS REGULADORAS DE LA EMISIÓN Y OFERTA PÚBLICA DE TÍTULOS VALORES

Entendemos que en la actividad desarrollada en el mercado de capitales, los principales sujetos destinatarios de las normas reguladoras de la emisión y oferta pública de valores son –mayormente-, por una parte, las sociedades mercantiles emisoras y, por otra, los inversionistas.

En todo caso el legislador, en el artículo 19 de la Ley de Mercado de Valores, enumeró las personas reguladas por dicha ley, en los siguientes términos:

Artículo 19. “Se encuentran regulados por la presente Ley:

1. Las personas cuyos valores sean objeto de oferta pública.
2. Las entidades de inversión colectiva y las personas que intervengan directa o indirectamente en la oferta de los títulos emitidos por estas entidades.
3. Los operadores de valores autorizados sean personas naturales o jurídicas.
4. Los asesores de inversión.
5. Las bolsas de valores.
6. Las bolsas de productos y las bolsas de productos e insumos agrícolas.

7. Las cajas de valores.
8. Los agentes de traspasos.
9. Las sociedades titulizadoras.
10. Las cámaras de compensación de opciones, futuros y otros productos derivados.
11. Las sociedades calificadoras de riesgo.
12. Las demás personas que directa o indirectamente participen en la oferta pública de los valores a que se refiere la presente Ley, o cuyas leyes especiales las sometan al control de la Superintendencia Nacional de Valores.
13. Las personas jurídicas que la Superintendencia Nacional de Valores califique como relacionadas a alguno de los sujetos regulados por esta Ley”.

Asimismo, en el artículo 1 de la referida Ley se establece que ella regulará el mercado de valores, integrado por las *personas naturales y jurídicas que participan de forma directa o indirecta* en los procesos de emisión, custodia, inversión, intermediación de títulos valores así como sus actividades conexas o relacionadas y prevé sus principios de organización y funcionamiento.

Lo que se quiere resaltar en este punto es que, si bien la propia ley determina expresamente quiénes son los sujetos regulados por ella y, en consecuencia, quiénes estarían también sometidos –en lo que se refiere a sus actividades de emisión y negociación de valores- al control de la Superintendencia Nacional de Valores, es el caso que el analizado artículo 16 *eiusdem*, al determinar cuáles son los valores sometidos al ente de control, incluye, “...incluso (...) aquellos que sean emitidos por personas que no estén expresamente regulados en esta Ley y otras leyes especiales”.

Por lo tanto, a la luz del presente análisis, consideramos que la delegación que hace la vigente Ley al ente de control, para regular –incluso- la emisión y negociación de valores emitidos por personas que no estén expresamente reguladas en ella, también pudiera constituir una delegación de potestades normativas violatoria del principio de la reserva legal. Ello, en razón de que -como se determinó anteriormente-, si se trata de valores

emitidos por personas no sujetas a la Ley, menos aún, dichos valores serán de aquellos sometidos al control de la Superintendencia Nacional de Valores. Ergo, consideramos que únicamente mediante una ley especial pudieran ser reguladas la emisión y negociación de valores emitidos por personas no sujetas a la Ley de Mercado de Valores.

XII.- CONCLUSIONES

Culminada la investigación, la cual consistió en analizar la constitucionalidad de las facultades normativas que la ley otorga al ente regulador del mercado de capitales -actualmente la Superintendencia Nacional de Valores-, hemos podido determinar que el Estado a través de dicha Superintendencia, debe velar porque la canalización del ahorro del público hacia la inversión, es decir, aquella que se produce por la relación directa entre los sujetos con capacidad de ahorro y aquellos con necesidades de financiamiento, se produzca con apego al Texto Fundamental.

Ese control y regulación del mercado de capitales se desarrolla, básicamente, mediante normas dictadas por el referido ente como consecuencia de sus facultades normativas que la ley le otorga, hoy en día la Ley del Mercado de Valores.

Pero como se afirmó al principio de este trabajo, cuando se comenzó la presente investigación, la legislación vigente era la Ley de Mercado de Capitales de 1998, en cuya virtud consideramos pertinente realizar un análisis comparativo entre ambos textos legales (el derogado y el vigente), desde la perspectiva de la delegación que cada uno de ellos hace de las facultades normativas al ente de regulador.

Se pudo determinar que la delegación de facultades normativas efectuada a la entonces Comisión Nacional de Valores, de conformidad con el artículo 32 de la Ley de Mercado de Capitales de 1998, se mantuvo en similares términos en el artículo 16 de la vigente Ley de Mercado de Valores, en el sentido de que la actual Superintendencia Nacional de Valores podrá dictar normas para la emisión y negociación de cualesquiera otros valores o derechos de contenido financiero, incluso sobre aquellos que sean emitidos

por personas que no estén expresamente regulados en esa Ley (esto último no estaba previsto en la Ley de 1998).

Entendemos pues, la necesidad de que el ente de control esté investido de facultades normativas, ya que el mercado de capitales es un mecanismo financiero a través del cual se produce la interacción entre la oferta y la demanda de títulos valores, en tanto que se busca la captación del ahorro público en general para el financiamiento de proyectos económicos a mediano y largo plazo. De allí la importancia de la intervención del Estado.

Sin embargo, consideramos que esa intervención –obligatoriamente– debe producirse dentro del marco constitucional, con lo cual, tanto los inversionistas como aquellos que requieren financiamiento puedan desenvolverse en un mercado que les brinde la respectiva garantía jurídica, para no efectuar operaciones de conformidad con normas que, eventualmente, pudieran estar al margen del Texto Fundamental.

De esta manera, consideramos que con tal delegación, el ente regulador podría dictar normas que vulneraren derechos constitucionales de los sujetos emisores, como fue determinado al analizar las normas dictadas por la entonces Comisión Nacional de Valores, respecto a la emisión de acciones preferidas.

No obstante, para nuestra complacencia, las normas que hasta ahora ha dictado el ente regulador –con fundamento en el referido artículo 16 de la vigente Ley de Mercado de Valores– han respetado el marco constitucional, cuya situación, en nuestro criterio, debe ser la constante en el actuar, no solamente de la Superintendencia Nacional de Valores, sino de todos los entes de la Administración Pública.

XIII.- BIBLIOGRAFÍA

ACEDO MENDOZA, Manuel: *Apuntes sobre el Régimen Legal de las Acciones Preferidas*. En: Revista de la Facultad de Derecho de la Universidad Católica Andrés Bello N° 5, 1968.

BARRACHINA, Eduardo: DERECHO DEL MERCADO DE VALORES. Madrid, Editorial Difusión Jurídica, 2009.

BREWER-CARÍAS, Allan-R.: *Comentarios a la Ley de Mercado de Capitales*. En: Libro homenaje a José Melich Orsini, Vol. 1, Caracas. Instituto de Derecho Privado de la Facultad de Ciencias Jurídicas y Políticas de la Universidad Central de Venezuela, 1982.

CACHÓN BLANCO, José E.: *200 Preguntas sobre los Mercados de Valores*. Madrid, Editorial La Ley-Actualidad, S.A., 1999.

GARCÍA DE ENTERRÍA, Eduardo: Legislación Delegada, Potestad Reglamentaria y Control Judicial. Tercera edición, Madrid, Editorial Civitas, S.A., 1998.

GARCÍA MONTOYA, Luis: *El Mercado de Capitales y El Derecho*. En: XX Jornadas “J.M. Domínguez Escovar” Sistema Financiero y Derecho, Barquisimeto. Tribuna Jurídica de Venezuela, 1995.

GIL ECHEVERRY, Jorge Hernán: *Derecho Societario Contemporáneo*. Colombia, Legis Editores S.A., 2004.

GOLDSCHMIDT, Roberto: *Curso de Derecho Mercantil*. Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 2003.

HUNG VAILLANT, Francisco: *Sociedades*. Caracas, Vadell Hermanos Editores, 1999.

MARTÍN-RETORTILLO, Lorenzo: *La doctrina de las materias reservadas a la Ley y la reciente jurisprudencia del Tribunal Supremo de Justicia*. En: Revista de Administración Pública N° 39, Madrid, Instituto de Estudios Jurídicos, 1962.

MORLES HERNÁNDEZ, Alfredo: *Curso de Derecho Mercantil*. Tomo II. Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 1998.

MORLES HERNÁNDEZ, Alfredo: *Nueva Ley del Mercado de Valores adoptada en Venezuela*. En: http://www.ucema.edu.ar/congreso/download/2010/Ley_MERVAL_Venezuela.pdf.

MORLES HERNÁNDEZ, Alfredo: *Régimen Legal del Mercado de Capitales*. Caracas, Universidad Católica Andrés Bello, 2002.

PEÑA SOLÍS, José: *MANUAL DE DERECHO ADMINISTRATIVO ADAPTADO A LA CONSTITUCIÓN DE 1999*, volumen primero, 5ta. Reimpresión. Caracas, Colección de Estudios Jurídicos Tribunal Supremo de Justicia, 2006.

RIVERA MORALES, Rodrigo: *La Defensa de la Supremacía Constitucional en el Proceso Español y Venezolano*. En: Revista Tachirense de Derecho N° 20, San Cristóbal, Universidad Católica del Táchira, 2009.

URÍA, Rodrigo: *Derecho Mercantil*. Madrid, Ediciones Jurídicas y Sociales, S.A., 2000.

VALENZUELA GARACH, Fernando: *La Información en la Sociedad Anónima y el Mercado de Valores*. Madrid, editorial Civitas, S.A., 1993.

<http://www.cnv.gob.ve>

<http://www.tsj.gob.ve>