

La necesaria evolución del concepto legal de valores en Paraguay: Hacia una clasificación inclusiva de instrumentos financieros

Rogelio Ariel Cano López¹

1. Introducción

La regulación del mercado de valores en Paraguay, bajo la Ley N° 5810/17 “Mercado de Valores” (en adelante la “**LMV**”), enfrenta un desafío ineludible: la definición legal de “valores” es hoy obsoleta frente a la creciente complejidad del mercado financiero. Esta deficiencia crea vacíos regulatorios que ponen en riesgo a los inversores y amenaza la competitividad del mercado paraguayo.

Este artículo propone una reforma esencial a la LMV, enfocada en la ampliación y modernización de la definición de “valores” para abarcar tanto los instrumentos financieros tradicionales, como los más complejos y emergentes. Al adoptar una definición más inclusiva, Paraguay no solo cerrará las brechas regulatorias actuales, sino que también se alineará con las mejores prácticas internacionales, permitiendo una supervisión más eficaz y protegiendo de manera más robusta a los inversores.

La estructura del artículo se desarrolla en cuatro secciones principales: en primer lugar, se analiza la insuficiencia de la definición actual de “valores” y sus consecuencias; en segundo lugar, se realiza un análisis comparativo con otras jurisdicciones que han enfrentado desafíos similares; en tercer lugar, se presenta una propuesta de reforma específica para la LMV; y, finalmente, se evalúan los beneficios esperados y se sugieren pasos concretos para la implementación de la reforma.

2. Evaluación de la regulación vigente

2.1. Importancia de la claridad normativa

La regulación del mercado de valores debe proteger a los inversores, asegurar la transparencia y eficiencia del mercado, así como mantener la estabilidad financiera. Para lograr esto, la claridad en las normas que regulan el marco legal es esencial. Cumming y Johan², por ejemplo, muestran cómo la implementación de regulaciones claras y efectivas mejora la liquidez del mercado y refuerza la confianza de los inversores.

Así, en el contexto de un mercado que se encuentra en desarrollo como el paraguayo, la claridad normativa es el primer paso para facilitar la comprensión y el cumplimiento de las regulaciones, fortaleciendo así la confianza de los inversores, atrayendo más capital y fomentando un entorno de inversión más vigoroso. Sin embargo, la LMV actual presenta limitaciones que dificultan una regulación efectiva y comprehensiva de los productos financieros modernos.

Nos referimos particularmente como limitante a la noción legal actual de “valores”. La LMV no define esencialmente el concepto de “valores”, limitándose a establecer ciertos parámetros, que pasaremos a mencionar en el siguiente punto. Aunque este enfoque puede parecer adecuado en

¹ Abogado egresado de la Universidad Católica “Nuestra Señora de la Asunción” con mención de honor como alumno sobresaliente (2013); Notario egresado de la misma casa de estudios con mención de honor como alumno distinguido (2014); Especialista en Planificación Estratégica Nacional – Instituto de Altos Estudios Estratégicos (2014); Especialista en Derecho de los Negocios y de la Empresa – Université Panthéon-Assas París II (2016); Diplomado en Derecho del Mercado de Valores – Universidad de Chile (2024)

² Douglas J. Cumming y Sofia A. Johan. “*Capital-market effects of securities regulation: Prior conditions, implementation, and enforcement revisited.*” [Efectos de la regulación de valores en el mercado de capitales: Condiciones previas, aplicación y cumplimiento revisados], SSRN, (diciembre, 2017): 13, <https://ssrn.com/abstract=3093580>

contextos dinámicos, el legislador paraguayo no ha adoptado un enfoque integral que abarque todos los instrumentos financieros existentes y futuros.

Esta falta de cobertura crea vacíos regulatorios que pueden ser explotados, exponiendo a los inversores a mayores riesgos y limitando la capacidad del mercado para adaptarse a nuevas tendencias y tecnologías. Como señala Castellano³, la falta de una definición clara y armonizada de “valores” puede generar confusión y facilitar el arbitraje regulatorio lo que a su vez pone en riesgo la protección de los inversores y la estabilidad del mercado financiero.

En Paraguay, la LMV debería incluir y regular explícitamente estos nuevos instrumentos financieros para evitar vacíos legales. La experiencia de otras jurisdicciones muestra que un enfoque legal amplio, flexible y adaptativo es efectivo para proteger a los inversores, así como para mantener la estabilidad y eficiencia del mercado.

2.2. Definición y alcance actual de los valores según la LMV

Como se ha mencionado anteriormente, la LMV no proporciona una definición esencial de los valores. En lugar de ello, los caracteriza como instrumentos que deben ser negociables, homogéneos dentro de su clase⁴, y que pueden representar derechos de crédito, suscripción, propiedad o participación⁵. Estos valores pueden constar en títulos escritos o en un formato equivalente no escrito.

La ley se inspira claramente en la clásica definición de título de crédito formulada por Vivante, uno de los grandes juristas italianos del siglo XX. Este renombrado jurista definía el título de crédito como “*documentos necesarios para ejercer el derecho literal y autónomo que en él se menciona*”⁶. De manera similar, la LMV considera los valores como títulos que encapsulan derechos que deben ejercerse tal como están consignados, de manera literal y autónoma.

Ahora bien, la LMV también incorpora elementos de nominatividad, incluyendo bonos⁷, pagarés y letras de cambio⁸ como títulos representativos de deuda, y otorga a la Superintendencia de Valores del Banco Central del Paraguay (en adelante la “**SIV**”) la facultad de identificar otros títulos bajo esta categoría.

En ese marco, la SIV ha complementado la disposición legal estableciendo que la tipología de títulos representativos de deuda incluye a los cheques de pago diferido, certificados de depósitos de ahorro, cédulas hipotecarias, y cualquier otro documento necesario para ejercer el derecho literal y autónomo consignado en el mismo, según lo determine la misma SIV⁹.

³ Giuliano G. Castellano “Towards a general framework for a common definition of “securities”: financial markets regulation in multilingual contexts” [Hacia un marco general para una definición común de «valores»: la regulación de los mercados financieros en contextos multilingües], *Uniform Law Review - Revue de droit uniforme*, vol. 17, núm. 3 (agosto, 2012): 455-460.

⁴ Ley 5810/17 “Mercado de Valores”, art. 7.

⁵ Ley 5810/17 “Mercado de Valores”, art. 8.

⁶ Cesare Vivante. *Trattato di diritto commerciale: Volume III. Le cose* (Merci e titoli di credito, compresa la cambiale). [Tratado de Derecho Mercantil: Tomo III. Las cosas (Mercaderías y efectos, incluidas las letras de cambio)] (Torino, Italia: Fratelli Bocca Editori, 2da ed., 1904). pág. 129.

⁷ Ley 5810/17 “Mercado de Valores”, art. 49.

⁸ Ley 5810/17 “Mercado de Valores”, art. 69.

⁹ Resolución CNV CG N° 35/2023 “Reglamento General del Mercado de Valores” (actualizado según Resolución CNV CG N° 41/2023), Cap.1, Tít. 1, art. 5.

En cuanto a los títulos representativos de suscripción, propiedad, participación u otros, la SIV ha designado como tales a las acciones, cuotas de fondos de inversión, fondos mutuos, cuotas de fideicomisos, y otros valores que determine¹⁰.

Pero ¿este complemento administrativo se alinea a las limitaciones legales? Para responder a esto, es necesario profundizar en tres características que definen el concepto de valores según la LMV; es decir: (i) la negociabilidad; (ii) la homogeneidad dentro de su clase; y (iii) los tipos de derechos que los valores pueden incorporar.

2.2.1. La negociabilidad

La negociabilidad de los valores es su capacidad para ser comprados y vendidos fácilmente en el mercado¹¹, lo cual es esencial para la liquidez y la confianza del inversor. Este atributo es clave tanto para el atractivo de los valores como forma de inversión, como para su utilidad en el acceso al capital.

La facilidad de transferencia de los valores se manifiesta a través de mecanismos simplificados por la ley, especialmente en el caso de valores desmaterializados, donde la transmisión se realiza mediante registros en cuentas, con efectos equivalentes a la tradición y oponible a terceros¹². Para los valores materiales o cartulares, se aplican los procedimientos legales establecidos para los títulos de crédito¹³ tales como la entrega de títulos al portador¹⁴, el endoso de títulos a la orden¹⁵, y la anotación en el registro del emisor para los títulos nominativos¹⁶ o su endoso autenticado¹⁷. Estos procedimientos generan efectos frente a terceros sin necesidad de cumplir con los requisitos formales de la cesión de créditos¹⁸.

¹⁰ Resolución CNV CG N° 35/2023 “Reglamento General del Mercado de Valores” (actualizado según Resolución CNV CG N° 41/2023), Cap.1, Tít. 1, art. 5.

¹¹ Véase Henri Capitant, dir., *Vocabulario jurídico*, traducción de Aquiles Horacio Guaglianone (Buenos Aires: Depalma, 1966), págs. 385-386, donde se define la negociabilidad como “*la calidad anexa a ciertas formas que pueden revestir los títulos representativos de un derecho o crédito, gracias a la cual ese derecho o crédito es transmisible por los procedimientos del derecho comercial, aún frente a terceros (endoso de los títulos a la orden, transferencia de los títulos nominativos, tradición de los títulos al portador). La negociabilidad dispensa a cedente y cesionario, para hacer la cesión oponible a los terceros de las formas complicadas de la cesión civil, notificación del deudor por el alguacil o su aceptación por acto auténtico*”

¹² Ley 5810/17 “Mercado de Valores”, art. 115.

¹³ Cabe recordar que las expresiones “títulos de crédito” y “títulos valores” cumplen una función puramente convencional, ya que fueron acuñadas por la doctrina para describir un fenómeno existente en el tráfico comercial, el cual fue posteriormente incorporado en los ordenamientos normativos de cada país según la expresión adoptada localmente. Algunos sistemas optan por referirse al fenómeno como “títulos valores”, tales como Alemania, España, Francia y recientemente Argentina, mientras que otros utilizan el término “títulos de crédito”, como es el caso de México y Brasil. Paraguay ha mezclado ambas expresiones, aunque progresivamente se ha ido eliminando las menciones “títulos valores” de las normas. Hoy en día solo puede verse dicha expresión en ciertas resoluciones de la autoridad reguladora pero ya no en la LMV. Para una descripción didáctica del contexto de uso de dichas expresiones, véase Giuseppe Fossati López, “*La categoría de los títulos cambiarios en el Código Civil y Comercial*”, *LA LEY 2017-D* (2017): pág. 862, Cita Online: AR/DOC/1896/2017.

¹⁴ Código Civil del Paraguay Ley 1883/85, art. 1517 y cc.

¹⁵ Código Civil del Paraguay Ley 1883/85, art. 1522 y cc.

¹⁶ Código Civil del Paraguay Ley 1883/85, art. 1540 y cc.

¹⁷ Código Civil del Paraguay Ley 1883/85, art. 1541 y cc.

¹⁸ Recordemos que la cesión de créditos implica un procedimiento más formal y detallado. En este caso, para que sea oponible a terceros según el art. 527 del Código Civil del Paraguay, es necesario notificar al deudor cedido sobre el traspaso del crédito o que este lo acepte de manera auténtica. La notificación debe incluir la parte sustancial del contrato de cesión y debe hacerse por disposición judicial, o a través de notario, o mediante telegrama colacionado u otro medio auténtico, según lo que dispone el art. 528 del Código Civil del Paraguay. Si estas reglas fueren aplicables a los valores, sería impracticable mantener la agilidad y eficiencia necesarias en el mercado. Al contrario, se ralentizaría

Además de la facilidad, la negociabilidad también implica seguridad para el inversor, ya que quien adquiere valores de buena fe, generalmente, no puede ser objeto de reivindicación¹⁹ ni estar sujeto a excepciones. No obstante, este principio no es absoluto. Existen circunstancias en las que el adquirente podría enfrentarse a reivindicaciones, como cuando se demuestra mala fe²⁰ o cuando el tenedor del título no es considerado un poseedor legítimo²¹.

El deudor también puede oponer ciertas excepciones al poseedor del título²², como las excepciones personales relacionadas con el poseedor actual, defectos formales del título, o la falsedad de firma. Estas salvaguardias permiten equilibrar los derechos de las partes involucradas y mantener la integridad del sistema financiero.

Sin embargo, en el caso de los valores, estas excepciones son menos comunes debido a los procesos y estándares establecidos para su emisión, que generan una relación deudor-poseedor altamente segura. A su vez, esto contribuye a la estabilidad y confianza en el mercado financiero, minimizando el riesgo de abusos o fraudes.

2.2.2. Homogeneidad dentro de una clase

La LMV también dispone que todos los valores dentro de una misma clase deben tener características y derechos idénticos; es decir, deben ser homogéneos. Sin embargo, no queda del todo claro si esto debe interpretarse como una obligación de emitir los valores únicamente en grupo, o si la ley simplemente exige que, en caso de emitirse en grupo, todos los valores de esa clase deben ser homogéneos.

De cualquier forma, este requisito de homogeneidad implica que, al ser emitidos, los valores no pueden diferenciarse entre sí en términos de las condiciones que confieren a sus titulares. Esto facilita su gestión y negociación, permitiendo que los valores de una misma clase sean intercambiados sin necesidad de un análisis individualizado.

La homogeneidad también tiene implicaciones en el proceso de emisión y en los registros correspondientes. Todos los valores de una clase deben registrarse y documentarse bajo las mismas condiciones, lo que simplifica el proceso administrativo y asegura que no existan variaciones dentro de la misma clase de valores en los registros oficiales.

No obstante, esta característica puede presentar limitaciones en casos donde se busca adaptar los valores a necesidades específicas o a cambios en el entorno del mercado, como se verá más adelante. La obligación de mantener la homogeneidad dentro de una clase puede restringir la flexibilidad de los emisores para introducir variaciones que respondan a nuevas circunstancias o requerimientos del mercado, lo que podría tener implicaciones en la forma en que estos valores se perciben y utilizan en diferentes contextos financieros.

2.2.3. Tipos de derechos que pueden contener los valores

significativamente las transacciones y aumentaría los costos operativos, afectando negativamente la liquidez y la confianza del inversor.

¹⁹ Código Civil del Paraguay Ley 1883/85, art. 1509 y cc.

²⁰ Código Civil del Paraguay Ley 1883/85, art. 2413 y cc.

²¹ Según lo que dispone el art. 528 del Código Civil del Paraguay, este escenario aplica únicamente a los títulos que no son al portador; es decir, para los títulos a la orden y nominativos. En estos casos, se puede reivindicar el título siempre que el propietario legítimo pueda probar su derecho de propiedad y que el tenedor del título no lo posee con carácter de propietario. Esto se podría dar en los casos de endoso en procuración, en garantía u otra que no transmita propiedad.

²² Código Civil del Paraguay Ley 1883/85, art. 1508 y cc.

Finalmente, la LMV establece que los valores pueden representar derechos de crédito, suscripción, propiedad y de participación. Cada una de estas categorías confiere a los tenedores de valores distintos tipos de beneficios y obligaciones.

Los derechos de crédito, en el contexto del mercado de valores, se refieren a la capacidad del poseedor del valor de exigir el pago de una suma de dinero en una fecha futura. Los títulos representativos de deuda son los que expresan derechos de créditos por excelencia. Los bonos, pagarés, cheques de pago diferido y certificados de depósitos de ahorro son ejemplos de títulos de deuda que otorgan derechos de crédito. Estos instrumentos representan la obligación del emisor de devolver el capital invertido junto con sus intereses.

Por su parte, los derechos de suscripción otorgan al poseedor la posibilidad de adquirir nuevos valores en futuras emisiones de valores a precios preestablecidos, generalmente en condiciones favorables. Este tipo de derecho es común en las acciones preferentes y en los warrants financieros²³, que permiten a los inversores comprar acciones adicionales a un precio fijo antes de una fecha de vencimiento.

A su vez, en este contexto, los derechos de propiedad implican la titularidad de una parte proporcional del capital social de una sociedad anónima emisora de capital abierto u otro tipo de activo. Las acciones, sean ordinarias, preferentes o de otro tipo, son los ejemplos más claros de valores que otorgan derechos de propiedad. Estos derechos confieren a los tenedores no solo la participación en los beneficios del emisor, usualmente a través de dividendos, sino también el derecho a votar en las asambleas de accionistas y a influir en la gestión del emisor.

Finalmente, los derechos de participación son aquellos que permiten a los inversores participar en las ganancias y activos de un fondo o fideicomiso, sin necesariamente poseer control o propiedad directa sobre los activos subyacentes. Las cuotas de fondos de inversión, fondos mutuos y fideicomisos son ejemplos de valores que confieren derechos de participación, ofreciendo acceso a una cartera diversificada gestionada profesionalmente.

Entonces, al considerar cómo la LMV caracteriza los valores y los derechos que estos pueden incorporar, la respuesta a la pregunta de si el complemento administrativo se alinea con las limitaciones legales se torna más evidente. Si bien la SIV ha ampliado la tipología de valores incluyendo, por ejemplo, las cuotas de fondos mutuos, cuotas de fondos de inversión y cuotas de participación en fideicomisos, no parece que estas inclusiones respeten la homogeneidad y la negociabilidad que exige la LMV.

Sin embargo, este es solo uno de los desafíos regulatorios que enfrenta la LMV en su forma actual. Aunque la SIV ha intentado llenar vacíos incorporando ciertos instrumentos financieros, estas acciones revelan otras limitaciones estructurales y conceptuales que persisten y podrían estar impidiendo una supervisión efectiva y coherente del mercado.

2.3. Principales deficiencias en la regulación actual

A pesar de los esfuerzos del legislador y la SIV para establecer un marco normativo útil, hemos identificado problemas significativos que afectan la claridad y efectividad de la regulación de valores. Estas deficiencias no solo impactan en la eficiencia del mercado y la protección de los inversores, sino que también limitan la competitividad y adaptabilidad del mercado financiero paraguayo en el contexto global.

²³ No confundir con los warrants regulados en la Ley N° 215/70 “De los Almacenes Generales de Depósitos”

En particular, observamos que: (i) el enfoque legal basado en características es insuficiente para abarcar todos los instrumentos existentes en el mercado; (ii) la complementación regulatoria de la SIV presenta inconsistencias sistemáticas con la LMV; (iii) la misma LMV menciona ciertos instrumentos que aparentemente no están clasificados como valores; (iv) el enfoque adoptado por la LMV limita el alcance de supervisión de la SIV; y (v) todo lo mencionado impacta negativamente en la protección al inversor.

2.3.1. El enfoque legal basado en características es insuficiente para abarcar todos los instrumentos existentes en el mercado

Hemos visto que la LMV se basa en características específicas para definir el término “valores”, enfocándose en aspectos como la negociabilidad y la homogeneidad dentro de su clase. Aunque este enfoque puede ser útil en ciertos contextos, no logra abarcar la diversidad de instrumentos financieros modernos. La definición de “valores” en la LMV cubre principalmente lo que podríamos llamar “valores tradicionales”, pero no refleja la complejidad de los instrumentos actuales.

Por ejemplo, una interpretación restrictiva de la norma podría excluir de la categoría de valores a los títulos que no son negociables o que no se crean o emiten en grupos. Esto, a primera vista, parece no presentar mayor inconveniente dado el contexto de uniformidad que se requiere en el mercado, pero la realidad del mercado financiero es mucho más compleja y dinámica. Instrumentos financieros como derivados, criptoactivos, contratos por diferencia, futuros y opciones no encajan perfectamente en estas características, pero juegan un papel crucial en las finanzas actuales.

Derivados, opciones y futuros, por ejemplo, permiten a los inversores gestionar riesgos y especular sobre precios, pero no siempre se ajustan a las características tradicionales de negociabilidad y homogeneidad. Los criptoactivos y otros activos digitales, que han revolucionado el panorama financiero, tampoco se ajustan a la definición de la LMV, ya que no son necesariamente homogéneos y su negociabilidad varía según el mercado y la tecnología subyacente.

En esa misma línea, los contratos por diferencia, que permiten a los inversores especular sobre movimientos de precios sin poseer el activo subyacente, tampoco son negociables en el sentido tradicional. Además, no son emitidos como títulos ni creados en grandes volúmenes, lo que complica su clasificación bajo los parámetros actuales de la LMV.

¿Esto quiere decir que los instrumentos citados no son valores? Y si no lo son, ¿tiene la SIV la facultad legal para regularlos? Las respuestas a estas preguntas son fundamentales, precisamente porque nos referimos a una Superintendencia de “Valores” que regula y supervisa un mercado de “Valores”, ¿cómo se espera que esta entidad pueda regular adecuadamente instrumentos financieros que no se consideran explícitamente como “valores” bajo la LMV?

La falta de una definición clara o al menos una tipología legal en la LMV afecta la certeza jurídica, lo que podría disuadir a emisores de crear nuevos instrumentos financieros por temor a la ambigüedad regulatoria y a los inversores de participar debido a la falta de protecciones claras.

Pero uno podría alegar que estas deficiencias ya se encuentran subsanadas mediante actos administrativos emitidos por la SIV tales como el Reglamento General del Mercado de Valores. Sin embargo, como se verá a continuación, la solución que en su momento pudo haber sido útil presenta inconsistencias sistemáticas con la legislación.

2.3.2. La complementación regulatoria de la SIV presenta inconsistencias sistemáticas

La SIV, con gran atino práctico, ha buscado cubrir las lagunas de la LMV al incluir instrumentos financieros como las cuotas de fondos de inversión, cuotas de fondos mutuos y cuotas

de participación en fideicomisos dentro de sus regulaciones. Sin embargo, estas inclusiones generan ciertas cuestiones que requieren una atención especial.

Por ejemplo, las cuotas de fondos de inversión y fondos mutuos, aunque importantes, no siempre cumplen con los requisitos de negociabilidad y homogeneidad exigidos por la definición tradicional de “valores”. En general, las cuotas de fondos mutuos no se negocian en mercados secundarios; en su lugar, deben ser redimidas directamente con el fondo, lo que restringe su liquidez y las desvincula de la característica esencial de negociabilidad que se requiere para ser consideradas valores bajo la normativa actual.

De manera similar, las cuotas de participación en fideicomisos también enfrentan desafíos. Estos instrumentos, que otorgan derechos sobre los beneficios generados por activos en fideicomiso, no son necesariamente negociables en mercados secundarios, y sus características pueden variar considerablemente entre diferentes fideicomisos, lo que afecta su homogeneidad y complica su clasificación como “valores” según lo establecido en la LMV.

Entonces, si las cuotas de fondos de inversión, cuotas de fondos mutuos y cuotas de participación en fideicomisos no son negociables, en la acepción utilizada en el mercado de valores, y no presentan homogeneidad como regla, a pesar de que se las incluya como valores en la regulación administrativa ¿son realmente valores para la ley? ¿Puede realmente la SIV regularlas?

Estas interrogantes reflejan una inconsistencia sistemática entre la LMV y la reglamentación, que en teoría debería únicamente desarrollar lo prescripto en la ley. La falta de alineación y coherencia no hace más que crear brechas que pueden ser explotadas con fines indebidos.

Sin embargo, este problema no se limita solo a las tipologías agregadas por la SIV. La propia LMV menciona ciertos instrumentos que no son negociables ni homogéneos dentro de su clase, como se verá a continuación.

2.3.3. La misma ley menciona ciertos instrumentos que aparentemente no están clasificados como valores

La LMV menciona derivados y futuros en una sola ocasión²⁴, pero de forma superficial y sin profundizar en su tratamiento, lo que genera dudas sobre si estos instrumentos son realmente considerados valores o simplemente se los reconoce como fenómenos que existen en paralelo al mercado de valores.

De la misma forma, si no fuesen valores, ¿pueden ser regulados mediante una ley cuyo objeto es el mercado de “valores”? La SIV ha destinado artículos específicos para regular a los derivados²⁵ lo cual parece ser consecuencia natural de su existencia efectiva en el tráfico comercial, pero sin que exista una norma legal que los nomine como valores o les otorgue una denominación alternativa.

Al referirnos a derivados y futuros, hablamos de una amplia gama de instrumentos que incluyen tanto títulos como contratos. Ejemplos de títulos son los Warrants Financieros, los Certificados de Valor Garantizado y los *Credit Linked Notes*, mientras que los contratos pueden derivar su valor de activos subyacentes como instrumentos financieros, divisas, tipos de interés, índices, materias primas, o una variedad de otros activos y medidas.

La necesidad de una regulación adecuada para los derivados y futuros es evidente, dado su impacto potencial en los mercados financieros y en la economía en general. La experiencia

²⁴ Ley 5810/17 “Mercado de Valores”, art. 95.

²⁵ Se ha asignado una sección entera al “Registro para la Negociación de Derivados de Valores, Divisas u otros Instrumentos Financieros” (Título 3, Capítulo 1, Sección 2 del Reglamento General del Mercado de Valores).

internacional demuestra que estos instrumentos no deben quedar fuera de la legislación sobre mercados de valores; de hecho, casi ningún país en el mundo los excluye hoy en día.

2.3.4. El enfoque adoptado por la ley limita el alcance de supervisión de la SIV

Todo lo anterior sería anecdótico si no tuviera un impacto real en la capacidad de la SIV para supervisar y regular efectivamente el mercado financiero. Pero la realidad es otra. El enfoque adoptado por la LMV limita el alcance de supervisión de la SIV. La falta de una definición clara y exhaustiva de “valores” en la misma LMV restringe la capacidad de la SIV para supervisar y regular efectivamente el mercado de valores.

Sin una base legal sólida, la SIV enfrenta desafíos significativos para desarrollar e implementar normativas específicas que aborden los riesgos inherentes a cada producto financiero. Esto la obliga a actuar de manera reactiva, en lugar de proactiva, limitando su capacidad para anticipar y mitigar riesgos.

Además, teniendo en cuenta que, en un entorno globalizado, la cooperación internacional es esencial para supervisar eficazmente productos financieros que trascienden fronteras nacionales, deben existir puntos en común entre países. Sin una definición clara y armonizada de los instrumentos financieros, la capacidad de la SIV para colaborar con otras autoridades regulatorias internacionales se ve comprometida, dificultando la implementación de medidas conjuntas de supervisión y regulación.

Por último, la falta de una base legal clara para la definición de los instrumentos financieros que efectivamente se negocian en el mercado impacta negativamente en la capacidad de la SIV para proteger a los inversores y mantener la integridad del mercado como se verá más adelante.

2.3.5. El enfoque adoptado por la ley impacta negativamente en la protección al inversor.

Considerando todo lo que hemos mencionado hasta ahora, se puede concluir, con razón, que la falta de una definición clara de “valores” en la LMV deja a los inversores expuestos a productos financieros no regulados adecuadamente. Esta indefinición genera incertidumbre sobre cuáles instrumentos financieros están efectivamente regulados bajo la LMV y cuáles quedan excluidos de su ámbito de aplicación. Instrumentos como los contratos por diferencia y criptoactivos, al no estar claramente definidos como valores, pueden ser ofrecidos al público sin cumplir con las normativas de transparencia y divulgación aplicables a otros valores. Esto incrementa el riesgo de que los inversores no reciban la información necesaria sobre los riesgos asociados.

En efecto, sin una regulación adecuada, los inversores pueden encontrarse con productos financieros que carecen de las salvaguardias necesarias, lo que podría llevar a pérdidas significativas, especialmente en mercados volátiles como, por ejemplo, el de los criptoactivos. Además, los emisores de estos productos pueden evadir requisitos clave de auditoría y divulgación financiera, exponiendo a los inversores a fraudes y manipulaciones de mercado sin un recurso legal adecuado.

La ausencia de una definición precisa también puede llevar a una aplicación inconsistente de la ley. Por ejemplo, las cuotas de participación en fideicomisos, que pueden no ser negociables ni homogéneas, son reguladas por la SIV bajo una interpretación extensiva del concepto de valores, que no siempre se alinea con las características definidas por la ley. Si un emisor, de mala fe, lleva un caso a los tribunales para argumentar que estos instrumentos no son valores según la LMV, esto podría generar una considerable incertidumbre jurídica.

Es por todo esto que afirmamos que la LMV requiere una actualización urgente para incluir una definición clara y exhaustiva de “valores” que cubra los instrumentos financieros modernos. Esto

mejoraría significativamente la protección del inversor, permitiría una supervisión más eficaz por parte de la SIV y contribuiría a un mercado financiero más seguro y transparente en Paraguay.

3. Análisis comparativo y aplicación al contexto paraguayo

No podemos proponer una modificación legislativa sin antes considerar la experiencia de otros países. Por ello, nos enfocaremos a continuación en cómo Francia, Estados Unidos y Chile han abordado la clasificación y regulación de instrumentos financieros modernos. Creemos que estos modelos ofrecen un parámetro valioso para modernizar la LMV, alineándola con las mejores prácticas internacionales en relación con el objeto de esta obra.

3.1. El modelo francés: la evolución de “valores mobiliarios” hacia “instrumentos financieros” y su enumeración clasificada.

Desde 1993, con la implementación de la Directiva 93/22/CEE del 10 de mayo de ese año, Europa comenzó a utilizar la expresión “instrumentos financieros” desplazando progresivamente al término “valores”²⁶ como el elemento central de regulación. Esta Directiva, relativa a los servicios de inversión, marcó el inicio de una tendencia hacia la enumeración legal de los productos sujetos a la regulación de los mercados financieros, abandonando la técnica de la definición o caracterización²⁷. Así, se adoptó una concepción más funcional que esencial, permitiendo que la normativa se adaptara con mayor facilidad a la evolución del mercado financiero.

Francia siguió esta tendencia europea²⁸, desarrollando una legislación que clasificó a los “instrumentos financieros” en dos grandes categorías: “títulos financieros” y “contratos financieros”²⁹, excluyendo expresamente a los efectos de comercio y los bonos de caja³⁰. Los títulos financieros, que son generalmente instrumentos de financiación, pueden desmaterializarse, son “emitidos” por una entidad y tienen la característica de ser negociables en el mercado. En contraste, los contratos financieros no son negociables en este contexto, no pueden desmaterializarse y son acuerdos contractuales que pueden dar lugar a una deuda al vencimiento³¹. Debido a estas diferencias, cada tipo de instrumento está sujeto a regímenes legales distintos, aunque parten de una base común.

Dentro de los “títulos financieros” se incluyen los títulos de capital emitidos por sociedades por acciones, los títulos de deuda y las participaciones o acciones de organismos de inversión colectiva. Por otro lado, los “contratos financieros”, también denominados “instrumentos financieros a término”, abarcan contratos a futuro, opciones y otros derivados, que figuran en una lista establecida por decreto.

Esta metodología pragmática de enumeración reconoce la diversidad de productos financieros y permite la integración de nuevos instrumentos sin necesidad de redefinir constantemente los términos legales. En línea con esta evolución, la normativa francesa ha mantenido la expresión

²⁶ Incluyendo a sus variaciones “títulos-valores”, “valores mobiliarios” o “valores negociables”.

²⁷ Thierry Bonneau y otros. “*Droit financier*” [Derecho financiero]. (Paris, Francia: LGDJ, 2023), 495.

²⁸ Con la transposición de la Directiva 93/22/CEE a través de la Ley N° 96-597 del 2 de julio de 1996, relativa a la modernización de las actividades financieras.

²⁹ Esta clasificación fue formalizada y actualizada en el artículo L. 211-1 del Código Monetario y Financiero, modificado por sucesivas normativas, siendo la última versión la establecida por la Ordenanza n° 2016-520 del 28 de abril de 2016, que transpuso la Directiva MiFID II, del 15 de mayo de 2014.

³⁰ Comprendemos que la exclusión de los efectos de comercio y los bonos de caja del concepto de “instrumentos financieros” en la legislación francesa responde a que, para los franceses, estos instrumentos están más orientados a facilitar transacciones comerciales a corto plazo y poseen una naturaleza mercantil específica, difiriendo así de los instrumentos financieros que están diseñados para la inversión y financiamiento en mercados más complejos.

³¹ Bonneau y otros. “*Droit financier*” [Derecho financiero], 496-497.

“valores mobiliarios” como una subcategoría dentro de los “títulos financieros”, integrando el concepto tradicional en un marco regulatorio más amplio. Según el Código de Comercio francés³², los valores mobiliarios son títulos financieros específicos que “*confieren derechos idénticos por categorías*”. Esto ha permitido una coexistencia conceptual entre el derecho societario y el financiero, donde los valores mobiliarios siguen siendo relevantes en la emisión, mientras que los títulos financieros abordan las reglas de negociación³³.

Es importante destacar que esta clasificación dual en “títulos financieros” y “contratos financieros” no solo permite una regulación más ordenada de los productos financieros existentes, sino que también proporciona un marco flexible para la incorporación de nuevos instrumentos financieros. Esto ayuda a abordar incluso los desafíos que presentan los instrumentos financieros complejos, como los derivados o los híbridos ya que, dependiendo de las características que presente un instrumento, se pueden aplicar de manera más precisa las reglas correspondientes a una categoría u otra.

La experiencia francesa demuestra que un enfoque regulatorio de clasificación basado en la enumeración, combinado con la capacidad de adaptación a nuevos productos financieros, puede ser altamente efectivo. Este modelo ofrece una guía interesante para equilibrar la seguridad jurídica con la flexibilidad necesaria para responder a un mercado en constante evolución.

3.2. *El enfoque estadounidense: la fuerza y dinamismo de la jurisprudencia y el Test de Howey*

Estados Unidos ha desarrollado un enfoque pragmático para clasificar instrumentos financieros, basado en la flexibilidad legal³⁴ y una jurisprudencia detallada. Particularmente la frase “*unless the context otherwise requires*” (a menos que el contexto indique lo contrario) en la definición legal, antes de pasar a enumerar los instrumentos alcanzados por la definición, permite que los tribunales adapten su análisis según las circunstancias particulares de cada caso.

Bajo ese contexto, la jurisprudencia ha enfatizado que cada tipo de instrumento financiero listado en la definición legal debe ser analizado de manera independiente, lo que significa que no existe un test universal para determinar qué constituye un valor, sino varios.

Uno de ellos, el “*family resemblance test*” desarrollado en el caso *Reves v. Ernst & Young* (1990), demuestra cómo la jurisprudencia estadounidense adapta la definición de valor según la naturaleza económica del instrumento, permitiendo flexibilidad en la clasificación de los “*notes*” (pagarés)³⁵.

Uno de los más emblemáticos es el “*Howey Test*”, establecido en el caso *SEC v. W.J. Howey Co.* (1946), que se utiliza para determinar si un acuerdo califica como un “contrato de inversión”. Este test establece que un contrato de inversión existe cuando se realiza una inversión de dinero en una empresa común con la expectativa de obtener beneficios generados por los esfuerzos de

³² Código de Comercio francés, artículo L. 228-1, apartado 2.

³³ Bonneau y otros. “*Droit financier*” [Derecho financiero], 501-502.

³⁴ Esta flexibilidad se encuentra reflejada en el artículo 2(a)(1) de la *Securities Act* de 1933 y el artículo 3(a)(10) de la *Securities Exchange Act* de 1934.

³⁵ En este caso, la Corte Suprema estableció una presunción de que los “*notes*” son valores, pero permitió que esta presunción fuera refutada si el “*note*” se asemejaba más a otros instrumentos que tradicionalmente no se consideran valores. Véase: Louis Loss, Joel Seligman y Troy Paredes “*Fundamentals of Securities Regulation*” [Fundamentos de la Regulación de Valores] (Nueva York, Estados Unidos: Wolters Kluwer Law & Business, 2011), 355

terceros³⁶. El Howey Test se ha convertido en una herramienta fundamental para clasificar una amplia gama de esquemas de inversión como valores.

Por ejemplo, franquicias y sistemas de distribución, donde el franquiciado depende del franquiciador para obtener un retorno, pueden considerarse contratos de inversión³⁷. Asimismo, los planes de ventas piramidales y los esquemas de distribución multinivel son considerados muchas veces como contratos de inversión ya que dependen de las contribuciones de nuevos participantes para generar beneficios³⁸.

Pero esta flexibilidad del marco regulatorio no implica que todo termine siendo valores. Por ejemplo, instrumentos como las participaciones en préstamos y las sindicaciones de préstamos, aunque comparten ciertas características con los valores, generalmente no se consideran como tales bajo la jurisprudencia estadounidense³⁹, debido a su alineación con acuerdos comerciales tradicionales más que con instrumentos de inversión.

Pero, basado en una protección al inversor, el alcance de lo que se considera valor puede ser muy abarcativo. Por ejemplo, los intereses en asociaciones y sociedades de responsabilidad limitada también pueden entrar en la categoría de valores si los aportantes no participan activamente en la gestión y confían en los esfuerzos de los socios gestores para obtener beneficios⁴⁰. Los tribunales han

³⁶ De forma más esquemática, son cuatro los elementos que componen el test de Howey: (i) debe implicar una inversión de dinero u otra forma de consideración tangible y definible, que puede incluir bienes, servicios u otros tipos de valor aportados por el inversor; (ii) la inversión debe realizarse en una empresa común, que puede adoptar diversas formas y no siempre requiere una relación directa entre los inversores, pero donde el éxito o fracaso de la inversión depende del esfuerzo colectivo, ya sea mediante “comunidad horizontal” (agrupación de fondos) o “comunidad vertical” (dependencia del esfuerzo del promotor); (iii) debe existir una expectativa de obtener beneficios, los cuales pueden provenir de la apreciación del capital, ingresos derivados u otros retornos financieros, y (iv) los beneficios esperados deben derivarse principalmente del esfuerzo de terceros, permitiendo que el inversor adopte un rol pasivo en la gestión del proyecto. Este último criterio se interpreta de manera flexible, abarcando situaciones en las que el inversor tiene un papel limitado en la gestión, pero donde el éxito depende sustancialmente de un promotor o administrador. El desarrollo y consolidación del concepto se refleja en varios casos entre los que se pueden destacar: (i) *Securities and Exchange Commission v. W.J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946); (ii) *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837 (1975); (iii) *SEC v. Edwards*, 540 U.S. 389 (2004). Véase: Louis Loss, Joel Seligman y Troy Paredes “*Fundamentals of Securities Regulation*” [Fundamentos de la Regulación de Valores] (Nueva York, Estados Unidos: Wolters Kluwer Law & Business, 2011), 355

³⁷ Thomas Lee Hazen. *Principles of Securities Regulation* [Principios de Regulación de Valores]. (Minnesota, Estados Unidos: Thomson West, 2005), 30.

³⁸ Este enfoque fue respaldado en casos como *SEC v. Glenn W. Turner Enterprises, Inc.* (1973), donde el tribunal concluyó que la naturaleza de las contribuciones y los retornos esperados en un esquema piramidal implica un control significativo por parte del promotor, que afecta directamente el éxito o fracaso del negocio, encajando así en la definición de contrato de inversión según el test de Howey. Además, la SEC ha destacado que estos planes suelen enfatizar las ganancias derivadas del reclutamiento de otros, lo que refuerza su caracterización como inversiones bajo la ley federal de valores.

³⁹ Louis Loss, Joel Seligman y Troy Paredes “*Fundamentals of Securities Regulation*” [Fundamentos de la Regulación de Valores] (Nueva York, Estados Unidos: Wolters Kluwer Law & Business, 2011), 361.

⁴⁰ La jurisprudencia ha desarrollado criterios para determinar cuándo las participaciones en asociaciones pueden considerarse valores, incluso en el caso de sociedades generales, donde normalmente se espera que los socios tengan un control significativo. En *Holden v. Hagopian* (1992), la Corte de Apelaciones del Noveno Circuito sostuvo que las participaciones en una sociedad limitada pueden ser tratadas como valores si los inversores dependen sustancialmente de los promotores para la gestión de la empresa. Del mismo modo, en *Williamson v. Tucker* (1981), la Corte de Apelaciones del Quinto Circuito estableció que las participaciones en sociedades generales podrían considerarse valores en circunstancias donde los socios dependen significativamente del promotor o carecen de la capacidad para participar de manera efectiva en la gestión. Estos casos muestran cómo la forma legal de la inversión es secundaria a la dependencia económica de los inversores en los esfuerzos de terceros.

equiparado estos intereses a las acciones preferentes, tratándolos como valores, especialmente cuando se negocian en mercados secundarios.

Por su parte, los warrants, opciones y futuros también son clasificados como valores⁴¹, especialmente tras la enmienda de 1982⁴², que incluyó opciones sobre valores, certificados de depósito, y otros índices relacionados. No obstante, los contratos de futuros sobre mercancías no se consideran valores en sí mismos.

De todo lo anterior se desprende que, para el sistema estadounidense, la clasificación de los instrumentos financieros como valores depende no solo de su estructura básica, sino también del contexto regulatorio y la naturaleza de las relaciones entre las partes involucradas. En ese contexto, la fortaleza del enfoque estadounidense radica en su capacidad para combinar una definición amplia de “security” con la flexibilidad necesaria para adaptarse a nuevas realidades del mercado financiero.

3.3. *La experiencia chilena: la integración de instrumentos financieros modernos*

Chile, uno de los líderes en desarrollo financiero en América Latina, ha modernizado su marco regulatorio para adaptarse a la evolución del mercado de valores. Su principal normativa, la Ley N° 18.045 de Mercado de Valores de 1981, ha sido reformada en múltiples ocasiones para mantenerse relevante en un entorno financiero en constante cambio. A diferencia del enfoque francés, que opta por una enumeración clasificada precisa, Chile ha adoptado un enfoque más abierto y conceptual.

El artículo 3 de la Ley N° 18.045 establece una definición amplia de “valores”, que incluye expresiones como “cualesquiera títulos transferibles” y “todo título de crédito o inversión”. Esto deja espacio para que instrumentos financieros que no estaban previstos en el momento de la promulgación de la ley, o que han surgido con posterioridad, puedan ser considerados valores y, por tanto, estar sujetos a la regulación bajo esta ley.

En esa línea, la Ley N° 20.345 sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros, promulgada en 2009 introdujo un concepto más amplio de “instrumentos financieros”, que incluye no solo los “valores” tal como se definen en el artículo 3 de la Ley N° 18.045, sino también una variedad de otros instrumentos, tales como derechos, actos, contratos, facturas, productos y monedas extranjeras, negociables en mercados nacionales o extranjeros.

La aplicación práctica de estas normativas se complementó con interpretaciones administrativas. Un ejemplo de ello es el Oficio Ordinario N° 3502, emitido el 2 de febrero de 2017 por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), hoy Comisión para el Mercado Financiero (CMF). Este oficio aclaró cómo deben interpretarse y aplicarse las definiciones legales de “valores” en la práctica resaltando, por un lado, la interpretación literal del artículo 3 de la Ley N° 18.045 y, por otro lado, extrayendo del texto los criterios legales para considerar a un instrumento financiero como valor bajo dicha ley.

En síntesis, la institución determinó que un “valor” debe cumplir tres requisitos: ser un título de crédito o inversión, ser autónomo y abstracto, y ser transferible. Por un lado, el instrumento debe

⁴¹ Thomas Lee Hazen. 2005. *Principles of Securities Regulation* [Principios de Regulación de Valores], 37-38.

⁴² Nos referimos al *Futures Trading Act of 1982* [Ley de Comercio de Futuros de 1982], que amplió la definición de “security” en la Ley de Valores de 1933 y la Ley de Intercambio de Valores de 1934. Específicamente, la enmienda introdujo la inclusión de términos como “put, call, straddle, option, or privilege” (opción de venta, opción de compra, straddle, opción o privilegio) relacionados con cualquier valor, certificado de depósito, o índice de valores, lo cual permitió que estas herramientas financieras fueran tratadas como valores y, por lo tanto, estuvieran bajo la supervisión de la *Securities and Exchange Commission*.

representar una relación de crédito o inversión, lo cual significa que debe existir una relación jurídica de acreedor/deudor o de inversionista/derechos sobre rendimientos de capital. Por otro lado, el valor debe ser autónomo, abstracto y transferible lo cual implica que el titular del documento adquiere el derecho con características originarias que nacen del mismo título, y que este derecho no depende de las relaciones jurídicas entre los anteriores poseedores del título y el obligado al pago.

Dentro de este marco regulatorio flexible, los derivados ocupan un lugar particular. Mientras que algunos, como las opciones sobre acciones, están categóricamente incluidos bajo la definición de “valores” en la Ley N° 18.045, otros, como los contratos por diferencia o ciertos futuros, se regulan bajo la categoría más amplia de “instrumentos financieros” según la Ley N° 20.345 y la Ley Fintech (Ley N° 21.521). Todos, bajo la supervisión y control de la CMF.

El enfoque dual de Chile, que mantiene la definición de valores para instrumentos tradicionales y amplía el alcance a través de la Ley N° 20.345 y la Ley Fintech para incluir instrumentos complejos, lo posiciona a la vanguardia de la regulación financiera en la región. Así, el país no solo preserva la seguridad y confianza en su mercado de valores, sino que también fomenta la innovación y adaptación a nuevos productos financieros, fundamentales en un contexto globalizado.

3.4. Aplicación al contexto paraguayo: hacia una clasificación inclusiva y flexible

La experiencia de Francia, Estados Unidos y Chile ofrece lecciones valiosas que Paraguay podría adoptar para modernizar su marco regulatorio en el mercado de valores. Estos modelos han demostrado ser efectivos en mejorar la competitividad y adaptación de sus mercados.

El enfoque francés, que clasifica los instrumentos en “títulos financieros” y “contratos financieros”, permite una regulación que abarca una amplia gama de productos sin necesidad de constantes redefiniciones. Paraguay podría beneficiarse de una clasificación similar, que no solo incluya valores tradicionales, sino también derivados y otros productos financieros complejos. Además, al igual que en Francia, la LMV podría permitir la actualización periódica de la lista de instrumentos financieros regulados mediante resoluciones o decretos, lo que facilitaría la adaptación a las innovaciones del mercado.

Por su parte, el enfoque estadounidense, reflejado en el *Test de Howey* y su flexibilidad jurisprudencial, destaca la importancia de un sistema legal que se adapte a la evolución constante del mercado financiero sin necesidad de frecuentes reformas legislativas. Paraguay podría adoptar un enfoque similar en la LMV, estableciendo principios generales que permitan a los tribunales y a la SIV interpretar de manera flexible qué productos califican como “valores” o “instrumentos financieros”. Incluir en la ley una cláusula como “a menos que el contexto indique lo contrario” ampliaría la cobertura regulatoria, garantizando que productos innovadores sean evaluados y regulados como valores cuando sea necesario.

Chile, por otro lado, ha demostrado que es posible mantener un marco legal tradicional al tiempo que se incorpora la flexibilidad necesaria para regular instrumentos financieros modernos. La definición amplia de “valores” en la Ley N° 18.045, junto con la inclusión de “instrumentos financieros” en la Ley N° 20.345 y la reciente Ley Fintech, ofrece un modelo adaptable que Paraguay podría seguir. Ampliar la definición de “valores” en la LMV paraguaya para incluir “cualesquiera títulos transferibles” y agregar una categoría para “instrumentos financieros” más complejos permitiría una regulación más efectiva sin necesidad de continuas revisiones legislativas.

Adoptando la clasificación inclusiva del modelo francés, la flexibilidad del estadounidense y la adaptabilidad del chileno, Paraguay podría modernizar su marco regulatorio de manera efectiva.

Esto no solo preservaría la seguridad y confianza en su mercado de valores, sino que también fomentaría la innovación y la adaptación a nuevos productos financieros en un contexto globalizado.

4. Propuesta de reforma: definición y beneficios

4.1. Justificación y contexto comparativo internacional

A la luz del análisis comparativo y las deficiencias identificadas en la regulación local, se hace evidente la necesidad de una reforma de la LMV. Esta reforma debería incluir una clasificación moderna e inclusiva de los instrumentos financieros, abarcando tanto los valores tradicionales como los productos financieros complejos y emergentes, sin alterar un marco regulatorio que ya ha demostrado ser efectivo.

Se podría considerar reemplazar el término “valores” por “instrumentos financieros”, como en Francia y otros países europeos. Sin embargo, esta modificación podría no ser adecuada para el contexto paraguayo. En Francia, el concepto de “valores mobiliarios” estaba estrechamente vinculado a los títulos de capital y deuda emitidos por sociedades, lo que justificó una clasificación más amplia que incluyera títulos financieros no emitidos por sociedades y contratos financieros. Esta distinción no se aplica de la misma manera en Paraguay, lo que sugiere que adoptar la terminología europea podría no ser la mejor opción.

Por esa razón Paraguay se encuentra en una posición ventajosa, ya que su marco normativo y doctrinario no ha desarrollado una noción estricta de “valores” limitada a acciones, bonos y debentures emitidos por sociedades. Esta flexibilidad permite que el concepto de “valores” se amplíe para incluir una mayor variedad de instrumentos financieros, como contratos, sin necesidad de reformar completamente la estructura normativa existente.

Entonces, en lugar de un cambio terminológico radical, proponemos ampliar la definición legal de “valores” para incluir más tipos de instrumentos financieros. Esta tipología debe ser flexible, abarcando tanto los valores tradicionales como los instrumentos financieros modernos, tales como derivados, futuros, swaps, contratos por diferencia, criptoactivos, y cualquier otro producto financiero que pueda surgir con el avance tecnológico.

Además, la modificación del concepto legal es una oportunidad para eliminar las limitaciones actuales en la definición de “valores”, especialmente aquellas que imponen requisitos de negociabilidad y homogeneidad dentro de su clase. Aunque estas restricciones fueron implementadas para garantizar la liquidez y la estandarización en los mercados financieros tradicionales, hoy resultan insuficientes e incluso contraproducentes ante la creciente complejidad y diversidad de los instrumentos financieros modernos.

4.2. Nueva definición con un enfoque integral

En esa línea, proponemos la siguiente redacción como alternativa de definición de “valores”:

“A los efectos de esta ley, se entenderá por valores todos aquellos títulos o contratos que representen o contengan derechos de crédito, o de propiedad, o de participación, o de suscripción, u otros vinculados, directa o indirectamente, a prestaciones de índole dineraria, que puedan ser negociados y/o transferidos en el mercado de valores según lo dispuesto en la presente ley o de conformidad con la regulación emitida por la autoridad reguladora del mercado valores. Siempre que el contexto particular no indique lo contrario, esta definición incluye, pero no se limita a:

- 1) Títulos de capital, como acciones de sociedades, documentos representativos de tales acciones y otros instrumentos análogos.*

- 2) *Títulos de crédito o deuda, como bonos, cualquiera sea su denominación, pagarés, letras de cambio, certificados de depósito, cédulas hipotecarias, u otras formas de deuda titulizada, incluidos los documentos representativos de tales valores.*
- 3) *Cuotas de participación en fondos de inversión colectiva, como fondos de inversión, fondos mutuos, entidades de capital-riesgo y fideicomisos.*
- 4) *Derivados financieros, como futuros, opciones, permutas financieras (swaps), acuerdos de tipos de interés a plazo y otros productos derivados relacionados con instrumentos financieros, divisas, variables financieras, materias primas o derechos de emisión.*
- 5) *Contratos financieros por diferencias.*
- 6) *Acuerdos de inversión en proyectos colectivos, con expectativa de ganancias derivadas del esfuerzo de terceros o en conjunto con terceros.*
- 7) *Documentos que dan derecho a adquirir o a vender valores o que dan lugar a una liquidación en efectivo, determinada por referencia a valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, materias primas u otros índices o medidas*

También se considerarán valores aquellos mencionados en este artículo, o los incluidos mediante reglamentación de la autoridad reguladora del mercado valores, cuando sean emitidos, registrados, transferidos o almacenados utilizando tecnología de registros distribuidos u otras tecnologías similares como soporte de esas actuaciones.

La autoridad reguladora del mercado valores tendrá la potestad de dictar normas complementarias para especificar, ampliar o restringir las categorías de valores aquí establecidas, adaptándose a las necesidades del mercado y a la evolución de los instrumentos financieros.”

Este texto busca adoptar un enfoque que combine lo que consideramos que es mejor de cada ejemplo que vimos anteriormente.

Primero, al igual que en Francia, se sugiere una distinción entre títulos y contratos financieros, lo que permitirá una regulación diferenciada: títulos financieros, emitidos por entidades para financiarse, y contratos financieros, centrados en el intercambio de derechos y obligaciones derivados de activos subyacentes, como los derivados y otros instrumentos complejos.

Segundo, inspirado en el modelo estadounidense, se propone la incorporación de principios como los del *Test de Howey*, con una aclaración previa a la enumeración de instrumentos concretos, estableciendo que su aplicación dependerá del contexto. Esto otorgará flexibilidad al marco regulatorio, permitiendo a la SIV y a los tribunales interpretar y clasificar nuevos instrumentos financieros según su propósito económico y contexto. La inclusión del *Test de Howey*, enfocado en la expectativa de ganancias derivadas de terceros, asegura que los contratos de inversión y otros esquemas similares sean regulados adecuadamente, protegiendo a los inversores y manteniendo la integridad del mercado.

Tercero, siguiendo el ejemplo de Chile, se sugiere utilizar terminología familiar como títulos de crédito, y agregar categorías de títulos y contratos de inversión. Esto facilitará la adopción de la normativa por parte del mercado paraguayo, utilizando conceptos conocidos en la legislación local. La inclusión de títulos y contratos de inversión asegura que una amplia gama de productos financieros, incluidos aquellos fuera de las definiciones tradicionales de valores, sean regulados eficazmente. De este modo, la LMV será suficientemente amplia y adaptable para abarcar tanto

instrumentos tradicionales como modernos, garantizando una protección integral para los inversores y la estabilidad del mercado financiero.

4.3. Beneficios y consideraciones de la reforma

Creemos que la propuesta de ampliar y modernizar la definición de “valores” en la LMV es esencial para adaptarse a las realidades del mercado financiero actual. Esta reforma se basa en principios jurídicos que buscan garantizar la estabilidad, eficiencia y transparencia del mercado.

La claridad en la tipología legal permitirá que los actores del mercado operen con confianza, sabiendo que están cumpliendo con las normativas. Además, al facultar a la SIV para emitir regulaciones complementarias y ajustar la definición de “valores” según las necesidades del mercado, se asegura la adaptabilidad del marco regulatorio sin necesidad de reformas legislativas constantes.

En términos de protección al inversor, la reforma cubrirá una gama más amplia de instrumentos financieros, incluidos aquellos más complejos y riesgosos. Esto garantizará que todos los productos innovadores que requieren regulación por parte de la SIV estén sujetos a los mismos estándares de transparencia y divulgación que los valores tradicionales. Esta medida reducirá el riesgo de prácticas fraudulentas o desinformación, fortaleciendo la confianza en el mercado, un factor clave para su crecimiento y estabilidad.

La inclusión de derivados y otros productos financieros emergentes, así como la referencia a nuevas tecnologías, permitirá una regulación coherente en términos de información sobre los riesgos y beneficios para los inversores.

Sin embargo, solo la práctica mostrará si la reforma será efectiva. Será crucial analizar los resultados en términos de adaptación del mercado y protección de los inversores. La experiencia en otras jurisdicciones sugiere que una definición más amplia y flexible de los instrumentos financieros permite una mejor supervisión y regulación, especialmente en mercados dinámicos. No obstante, el mercado paraguayo tiene sus particularidades que deben ser consideradas.

Si la comparación con otras jurisdicciones es válida, la implementación de esta reforma debería resultar en una mayor integración de instrumentos financieros modernos en el mercado local, lo que atraerá más inversiones y mejorará la competitividad internacional del mercado paraguayo. Sin embargo, será importante monitorear cómo los actores del mercado se adaptan a estos cambios y si la SIV puede mantener una supervisión efectiva en este nuevo contexto.

Una vez implementada la reforma, la SIV deberá emitir reglamentaciones detalladas para la emisión, negociación y transferencia de los nuevos instrumentos financieros. También será necesario capacitar al personal de la SIV y a otros actores del mercado para asegurar que comprendan y puedan cumplir con las nuevas regulaciones.

Es probable que algunos actores del mercado perciban la nueva regulación como una carga adicional. Para contrarrestar esta percepción, será fundamental comunicar claramente los beneficios de la reforma, destacando su contribución a la protección del inversor y la mejora de la estabilidad y eficiencia del mercado. También será necesario asegurar que la nueva definición sea coherente con las normativas existentes, lo que podría requerir la revisión y actualización de otras leyes para garantizar una integración adecuada en el sistema legal vigente.

5. Conclusión

A lo largo de este artículo, se ha demostrado que la definición actual de “valores” en la LMV es insuficiente para abarcar la diversidad y complejidad de los instrumentos financieros modernos. La falta de una clasificación clara y adaptable no solo genera incertidumbre jurídica, sino que también expone a los inversores a riesgos innecesarios y limita la capacidad del mercado para evolucionar

junto con las tendencias globales. Esta reforma no es simplemente una opción, sino una necesidad urgente para proteger el bienestar financiero del país.

La implementación de una nueva definición inclusiva y flexible de “valores” en la LMV tendrá un impacto positivo directo en la competitividad y estabilidad del mercado financiero paraguayo. Al adoptar prácticas regulatorias probadas en otras jurisdicciones, Paraguay no solo se alinea con las mejores prácticas internacionales, sino que también se posiciona como un mercado atractivo para inversiones extranjeras. Es crucial que esta reforma se implemente de manera expedita, dado que la rápida evolución de los mercados financieros no espera, y cualquier demora podría resultar en desventajas competitivas para el país.

Exhortamos a los legisladores y a la SIV a actuar con determinación para aprobar y aplicar esta reforma. La claridad, la eficiencia y la protección de los inversores deben ser las prioridades en la agenda regulatoria del país. Es imperativo que se establezca un cronograma claro para la implementación de esta reforma, con la colaboración activa de todos los actores involucrados, incluidos los reguladores, emisores e inversores. Solo con un esfuerzo conjunto se podrá garantizar que Paraguay tenga un mercado financiero robusto, transparente y competitivo.

Bibliografía

Obras

1. Bonneau, Thierry y otros. 2023. *Droit Financier* [Derecho financiero]. Paris, Francia: LGDJ.
2. Capitant, Henri, dir. 1966. *Vocabulario jurídico*. Traducido por Aquiles Horacio Guaglianone. Buenos Aires, Argentina: Depalma.
3. Castellano, Giuliano G. “Towards a general framework for a common definition of “securities”: financial markets regulation in multilingual contexts” [Hacia un marco general para una definición común de «valores» : la regulación de los mercados financieros en contextos multilingües], *Uniform Law Review - Revue de droit uniforme*, vol. 17, núm. 3, (agosto, 2012): 449-481.
4. Cumming, Douglas, y Sofía Johan. “Capital-market effects of securities regulation: Prior conditions, implementation, and enforcement revisited.” [Efectos de la regulación de valores en el mercado de capitales: Condiciones previas, aplicación y cumplimiento revisados], *SSRN*, (diciembre, 2017). <https://ssrn.com/abstract=3093580>
5. Capitant, Henri, dir. “*Vocabulario jurídico*”. Traducción castellana de Aquiles Horacio Guaglianone. Buenos Aires: Depalma, 1966.
6. Fossati López, Giuseppe. “La categoría de los títulos cambiarios en el Código Civil y Comercial”. *LA LEY 2017-D* (2017): pág. 862-880 Cita Online: AR/DOC/1896/2017.
7. Hazen, Thomas Lee. 2005. *Principles of Securities Regulation* [Principios de Regulación de Valores]. Minnesota, Estados Unidos: Thomson West.
8. Loss, Louis, Joel Seligman y Troy Paredes. 2011. *Fundamentals of Securities Regulation* [Fundamentos de la Regulación de Valores]. Nueva York, Estados Unidos: Wolters Kluwer Law & Business.
9. Vivante, Cesare. 1904. *Trattato di diritto commerciale: Volume III. Le cose (Merci e titoli di credito, compresa la cambiale)*. [Tratado de Derecho Mercantil: Tomo III. Las cosas (Mercaderías y efectos, incluidas las letras de cambio)] Torino, Italia: Fratelli Bocca Editori. 2da ed.

Normas

1. Chile. Ley N° 18.045 de Mercado de Valores. 1981.

2. Chile. Ley N° 20.345 sobre Sistemas de Compensación y Liquidación de Instrumentos Financieros. 2009.
3. Chile. Ley N° 21.521 sobre Regulación de los Actores del Sistema Financiero Tecnológico (Ley Fintech).
4. Chile. Oficio Ordinario N° 3502, emitido el 2 de febrero de 2017, Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), hoy Comisión para el Mercado Financiero (CMF).
5. Estados Unidos. *Securities Act of 1933* [Ley de Valores de 1933]. Ley Publica No. 73-22, 48 Stat. 74 (1933).
6. Estados Unidos. *Securities Exchange Act of 1934* [Ley de Intercambio de Valores de 1934] Ley Publica No. 73-291, 48 Stat. 881 (1934).
7. Francia. *Code de commerce* [Código de Comercio]. Última actualización: 05 de agosto de 2024. Accedido el 25 de agosto de 2024. https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000005634379/2024-08-25.
8. Francia. *Code monétaire et financier* [Código Monetario y Financiero] Última actualización: 27 de julio de 2024. Accedido el 25 de agosto de 2024. https://www.legifrance.gouv.fr/codes/texte_lc/LEGITEXT000006072026.
9. Paraguay. Ley 1.883/85 “Código Civil”.
10. Paraguay. Ley 5.810/17 “Mercado de Valores”.
11. Paraguay. Resolución CNV CG N° 35/2023 “Reglamento General del Mercado de Valores” (actualizado según Resolución CNV CG N° 41/2023).