

Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense

Minuta del 02 de setiembre del 2013

Acta de la sesión trece-dos mil trece, celebrada por el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, con el carácter de ordinaria, en la ciudad de San José, a partir de las dieciséis horas y nueve minutos del lunes dos de setiembre del dos mil trece, con la asistencia de sus miembros: señor Rodrigo Bolaños, Presidente del Consejo, señor Jose Luis Arce, señor Pablo Montes de Oca, señor Héctor Mauricio Ávila Valverde, en presentación del señor Edgar Robles, el señor Carlos Arias y el señor Ricardo Hernández, en presentación del señor José Rafael Brenes. Asimismo, estuvieron presentes el señor Julio Rosales, en calidad de Secretario Técnico del Consejo y el señor Elián Villegas, como invitado.

La señora Cristina Masís y los señores Édgar Robles y José Rafael Brenes tenían compromisos previos que les impidieron asistir. Además no estuvieron presentes el señor Roberto Venegas y el señor Manrique Sáenz.

PUNTO 1. *Aprobación del orden del día.*

Se aprobó el orden del día, incluyéndole un tema relacionado con la renuncia del señor Federico Rusicka, como miembro del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores. Este tema será conocido en el punto 4 de esta sesión.

PUNTO 2. *Aprobación de Minuta 15-07-2013.*

De conformidad con lo dispuesto en el punto 2 de la minuta de la sesión celebrada por el Consejo Nacional de Desarrollo del Mercado de Valores el 12 de agosto del 2013, se aprobó, en esta oportunidad, la minuta de la sesión celebrada el 15 de julio del 2013, copia de la cual se distribuyó oportunamente a los integrantes de éste.

Acto seguido, hizo uso de la palabra el señor **Rodrigo Bolaños Zamora**, para comentar que, en virtud de que el señor Federico Rusicka recientemente había sido contratado por el Banco Centroamericano de Integración Económica, este último había debido renunciar ante la Segunda Vicepresidencia de la República, como miembro del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores.

Así las cosas, el Segundo Vicepresidente de la República, señor Luis Libermann G., designó a la señora Cristina Masís, en sustitución del señor Rusicka. Ahora bien, dado que la señora Masís tenía programada con anticipación una serie de actividades de índole particular, solicitó el permiso del caso, para no participar en esta ocasión.

Después de algunos comentarios que surgieron sobre el particular, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores

resolvió:

darse por enterado de la reciente renuncia del señor Federico Rusicka al cargo como miembro del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, y del nombramiento, por parte del señor Luis Libermann G., Segundo Vicepresidente de la República, de la señora Cristina Masís, en sustitución del señor Rusicka, en el citado cargo.

PUNTO 3. Segundo informe del Comité de Compensación y Liquidación al Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores.

Para la discusión de este informe, se contó con la participación del señor Eddy Rodríguez, el señor Francisco Carvajal, el señor Gustavo Monge y la señora Guadalupe Fernández, todos miembros del Comité de Compensación y Liquidación del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores.

Sobre el particular, el señor **Rosales** comentó que, en junio pasado, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores había aprobado una serie de medidas, conducentes a mejorar el sistema de compensación y liquidación del país, producto de las tareas que venía llevando a cabo el Comité de Compensación y Liquidación. Personalmente, le solicitó al señor Eddy Rodríguez que brindara a los señores miembros del Consejo un informe sobre el avance realizado a la fecha, así como que presentara detalles sobre los primeros resultados de la asistencia técnica que brinda el Fondo Monetario Internacional al país sobre este tema.

El señor **Eddy Rodríguez** hizo una presentación detallada de informe en mención, al tiempo que contestó, junto con el señor Francisco Carvajal, una serie de consultas formuladas por parte de los señores miembros del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores.

Inició su exposición indicando que los objetivos que se perseguían con las cuatro medidas adoptadas para mejorar dicho Sistema de Compensación eran: i) acceso a información, ii) reducción de posibles errores operativos, iii) mejora en el cumplimiento de horario de liquidación y iv) gestión de la liquidez. Explicó los distintos mecanismos que se habían estado adoptando para cumplir los mencionados objetivos, los responsables, el plazo programado y la situación, a la fecha, de cada uno de esos mecanismos.

En cuanto al segundo de los temas, esto es, el informe preliminar entregado por los expertos del FMI como parte de su primer misión al país y en el marco de la asistencia técnica arriba indicada, señaló que esta se llevó a cabo entre el 2 y el 11 de julio del 2013. Los expertos que vinieron en dicha oportunidad fueron los señores Tanai Khiaonarong y Karl Driessen, quienes visitaron al Banco Central de Costa Rica, la Superintendencia General de Valores, la Bolsa Nacional de Valores, S.A., dos bancos con servicio de custodia, dos puestos de bolsa y al Consejo Monetario Centroamericano.

Para efectos del informe citado, los personeros de la misión del FMI revisaron: 1) el Sistema de Pagos, 2) la liquidación de valores y 3) la supervisión del Sistema Financiero Nacional.

En lo atinente al primero de los elementos analizados, esto es, el Sistema de Pagos, abordaron dos aspectos, primero, el tema de los flujos de liquidación y, segundo, los mecanismos de provisión de liquidez del Banco Central de Costa Rica (BCCR). En lo referente al primero, dijeron que: i) el tema de liquidación de valores es importante para el SINPE, ii) las tasas de *throughput* indican una aparente eficiencia del reciclaje de la liquidez, iii) la Cámara de Cheques es una fuente importante de liquidez para los participantes del mercado, iv) el Sistema de Pagos carece de mecanismos de ahorro de liquidez y v) los ejercicios de simulación son instrumentos útiles de supervisión que se requieren desarrollar.

Siempre dentro de lo relativo al Sistema de Pagos, el segundo tema son los mecanismos de provisión de liquidez del BCCR. Al respecto, la misión señaló que: i) las fuentes de liquidez *intradía* para los bancos son, sobre todo, el encaje mínimo legal y el crédito *intradía* del BCCR, ii) el MIL es importante para financiar las posiciones de los sistemas auxiliares, iii) el colateral que se acepta en el MIL para financiamiento *intradía* es amplio, iv) el crédito *intradía* tiene límites que deberían eliminarse, v) los bancos tienen un amplio acceso al crédito *intradía* pero no así otros participantes vi) el acceso al crédito de emergencia es penalizado con tasas con margen de 6 a 11 puntos sobre la tasa básica, vii) los movimientos de liquidez *intradía* no son monitoreados y viii) es necesario someter al Sistema de Pagos a diferentes pruebas de estrés.

En razón de lo anterior, las recomendaciones de la misión del FMI sobre el Sistema de Pagos fueron: 1) establecer reglas de *throughput* 2) monitorear los flujos de liquidez *intradía* 3) realizar pruebas de *estrés* 4) eliminar límites crediticios *intradía* y 5) adoptar mecanismos de ahorro de liquidez.

En lo referente al segundo de los componentes revisados por el FMI, esto es, la liquidación de valores, la misión analizó varios puntos: a) sistemas de liquidación, b) mecanismos de negociación de reportos en bolsa, c) incidencias en liquidación y gestión de riesgo y d) fondo de garantía.

Con respecto de los sistemas de liquidación, la misión dijo que éstos podrían ser más eficientes. Señaló que el bloqueo de valores limita el arbitraje efectivo entre plataformas de negociación y liquidación, además de que hay asimetrías de información entre el BCCR (Sistema de Anotación en Cuenta) y la Bolsa Nacional de Valores, S.A. y que no había una contraparte central. Señalaron que la introducción del *Patron Clear* permitirá que los bancos custodios sean liquidadores y que el sistema SIOPEL es eficiente pero que sería más seguro si la liquidación del efectivo se separara por mercado. Además, que el Plan para liquidar la deuda pública de manera bruta era factible, pero que se requiere de apoyo político y cambios en el sistema. Además se recomendó que era recomendable que la liquidación de valores sea haga en “T”.

Sobre los mecanismos de negociación de reportos, se dijo que había dos mercados, la Rueda Repo y la Rueda MEDI. Se señaló también había fragmentación de los mercados de liquidez entre la Bolsa Nacional de Valores, S.A. y el Banco Central de Costa Rica. La misión agregó que se requiere de mecanismos de liquidación más eficientes. Se sugiere que haya más información estadística sobre los distintos

mercados. También señala la conveniencia de que los contratos de repo sean estandarizados.

Siempre dentro del tema de liquidación de valores, en lo tocante a las incidencias en liquidación y gestión de riesgo, el informe indica que, aunque los atrasos en liquidación han disminuido, subsisten preocupaciones de riesgo sistémico. Además, señaló que no han habido incumplimientos como tales y las incidencias se han resuelto mediante fondeo de recursos y valores, reasignación de cuentas y resoluciones contractuales. Asimismo, la misión señala que hay un marco de gestión de riesgos en desarrollo, que se debería analizar la factibilidad de una entidad de contraparte central y que el *Patrol Clear* debe seguir estándares internacionales, tener reglas de membresía estrictos e incluir otras medidas de gestión de riesgo.

En lo atinente al cuarto de los aspectos, a saber: fondo de garantía, se refirieron al fondo de garantías FOGABONA e indicaron que aparentemente cubre los montos máximos de liquidación y cubre todos los tipos de transacción pero que se debe someter a pruebas de estrés.

Las recomendaciones del FMI en cuanto a liquidación de valores fueron: que la gestión de riesgo siga estándares internacionales, que se separe la liquidación del efectivo por mercado, que los bancos custodios actúen como liquidadores, que se analice la factibilidad de una contraparte central, que se realicen pruebas de estrés, que se introduzca más transparencia en el mercado de repos y que se evalúe el uso de un contrato estándar para repos.

El último de los temas analizados por la misión del Fondo Monetario Internacional fue el relativo a supervisión y capacitación. A este respecto, se vieron dos aspectos, a) el marco legal y de supervisión y b) la capacitación. En lo referente al marco legal y de supervisión, los personeros de ese Organismo vieron que existe la Ley 8876, *Tratado Centroamericano de Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores*. También vieron que hay una unidad en el Banco Central de Costa Rica de supervisión de infraestructuras de mercado, separada de operaciones de liquidación y pagos. Asimismo, detectaron que hay una mayor supervisión para los bancos custodios y liquidadores y, finalmente, llegaron a la conclusión de que es conveniente establecer un foro de discusión sobre infraestructuras de mercado, con participantes del mercado.

En cuanto a capacitación, indicaron que es útil llevar a cabo ejercicios de simulación de pruebas de estrés y que es necesaria una mayor investigación en cuanto a las subastas conjuntas entre el Banco Central de Costa Rica y el Ministerio de Hacienda, (fuera de bolsa y que sea bilateral bruta en tiempo real).

Seguidamente, el señor **Rodríguez** indicó que las recomendaciones en cuanto al tema de supervisión y capacitación eran las siguientes: 1) conformar una unidad de supervisión de infraestructuras de mercado, 2) adoptar la Ley 8876, *Tratado Centroamericano de Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores*, de previa cita, en las regulaciones del Banco Central de Costa Rica -es decir, que el Sistema de Liquidación y Compensación sea considerado de importancia sistémica por la Junta Directiva de ese Ente Bancario-, 3) establecer un Consejo Nacional de Pagos y 4) brindar capacitación para realizar ejercicios de simulación.

El señor **Rosales** comentó que, en lo tocante al tema de separación de mercados, se conversó con funcionarios del FMI y que éstos estaban ya tramitando una asistencia específica adicional, que apoye el proceso de implementación de esa separación. Asimismo, como en el informe los expertos reiteradamente mencionan la necesidad de realizar ejercicios de simulación y de pruebas de estrés al Sistema de Pagos, se les solicitó también apoyo para capacitar a la gente en ese tema. Así, la asistencia que se está tramitando va en el sentido que tenga esos dos componentes. Adicionalmente, se incluiría asesoría para lo referente a los vencimientos y *neteos* de la subasta conjunta del Ministerio de Hacienda y el Banco Central de Costa Rica. Eso se está planteando actualmente y se espera que en los meses cercanos quede dicha asistencia aprobada.

Por su parte, el señor **Bolaños** preguntó sobre quién daba seguimiento a cada una de las recomendaciones que hizo el FMI. Al respecto, el señor **Rodríguez** indicó que la idea era esperar a que llegara el informe definitivo de este Organismo Internacional, en especial, por cuanto algunos de los aspectos señalados en el informe preliminar podrían cambiar. Una vez que esto pase, el Comité de Compensación y Liquidación haría una propuesta al Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, con su correspondiente cronograma, para que éste proceda según estime más conveniente.

Después de algunos comentarios que se suscitaron sobre el particular, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores

resolvió:

- 1) Dar por recibida la exposición realizada por el señor Eddy Rodríguez, el señor Francisco Carvajal, la señora Guadalupe Fernández y el señor Gustavo Monge, en torno al *Segundo Informe Consejo Desarrollo del Mercado de Valores: Comité Compensación y Liquidación*.
- 2) Quedar a la espera de:
 - a) Las recomendaciones del informe final del FMI que estará sometiendo el Comité de Compensación y Liquidación al conocimiento de los señores miembros del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, en torno al tema de compensación y liquidación y,
 - b) El cronograma referente al cumplimiento de las recomendaciones que en dicho informe final de este Organismo Internacional se establezcan y que sean aprobadas por el Consejo Nacional para el Desarrollo del mercado de valores una vez sometidas por parte del Comité de Compensación y Liquidación a este órgano.

PUNTO 4. *Definición de la posición del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, en temas pendientes en la redacción del proyecto de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores, a saber: a) compensación y liquidación, b) fondos de inversión y c) otros.*

De inmediato se entró a conocer una presentación sobre el avance, a agosto del 2013, del borrador de proyecto de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores.

El señor **Villegas** inició su exposición, indicando que los temas medulares eran: a) anotación en cuenta y b) compensación y liquidación.

En lo atinente a anotación en cuenta, hizo hincapié en que en Costa Rica había anotación electrónica en cuenta y en papel. Agregó que las emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios deberían representarse, por medio de anotaciones electrónicas en cuenta y que, además, se agregaría un transitorio para mantener lo que exista en físico a la fecha. A raíz de unas observaciones por parte del señor Arias al respecto, el señor **Villegas** indicó que los *macrotítulos* no tenían mayor relevancia como documento de valor jurídico. Ahora bien, en este tema lo que plantea es definir que la inscripción de la emisión en la Central de Anotación en Cuenta será lo que dará origen a la emisión en sí, prescindiéndose así del *macrotítulo*. ¿Por qué? Porque la ley decía que eso nace allí. Lo que deberá regular el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y la Superintendencia General de Valores, por medio de la Central de Valores, serán los requisitos que se soliciten para que algo se llame *anotación en cuenta* y si son o no congruentes. Eso, sin embargo, se estará viendo en la parte de aplicación de la reglamentación. Lo que sí se hizo fue crear ese “nacimiento de los valores”, a partir de la anotación en cuenta.

Continuando con su exposición, el señor **Villegas** indicó que, siempre dentro del tema de compensación y liquidación, se mantendría la estructura actual de dos niveles, agregando que, en el caso de los emisores accionarios, la anotación que lleve la Central de Valores se consideraría para todos los efectos legales como el registro de accionistas oficial de la sociedad y que, en caso de presentarse inopia para la anotación de la deuda privada, se estaría autorizando al Banco Central de Costa Rica para brindar directamente dicho servicio.

Se mantendría el segundo nivel, esto es, las entidades adheridas al Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta, que podrán ser todas las autorizadas para prestar servicios de custodia y los miembros liquidadores del Sistema Nacional de Compensación y Liquidación de Valores, cuando cumplan, además, con los requisitos especiales que el CONASSIF establezca para adherirse.

Al respecto, se suscitó un extenso cambio de impresiones sobre el particular, luego el señor **Villegas** indicó, entre otras cosas, que lo ideal sería mantener toda la anotación en cuenta en una sola central, pues esto facilitaría mucho el sistema de liquidación y compensación. Por su parte, el señor **Bolaños** señaló que si efectivamente hubieran ventajas sobre este particular, se debería valorar la posibilidad de plantearlo. Por su parte, el señor **Arias** indicó que, a este punto, caben dos discusiones, una en cuanto a si debería o no haber sólo una central de anotación y otra en cuanto a cómo sería la propiedad de esa única entidad, es decir, pública, privada, o mixta. A raíz de una pregunta del señor **Bolaños**, en el sentido de si se podría justificar que la ley estableciera expresamente que exista una sola central de anotación, el señor **Villegas** explicó que la ley debería dejar abierta la posibilidad. Tal vez lo que se podría hacer es fomentar, de algún modo, a que se dé una sola central de anotación en cuenta. Eso podría hacerse mediante la conformación de una central en la que, por ejemplo, se

autorice al Banco Central a que asista y a que, como parte de su contribución, pueda llevar sus sistemas y que, además, se autorice al sector público a que haga allí la anotación en cuenta.

Volviendo a su exposición, el señor **Villegas** acotó que el concepto de *liquidación* debía entenderse como un proceso a través del que se cumplen definitivamente las obligaciones provenientes de una operación sobre valores o instrumentos financieros, donde una parte entrega valores y la otra efectúa la transferencia de los fondos o valores. El principio de finalidad se refiere a que las órdenes de transferencia de fondos o de valores derivadas de operaciones sobre valores o instrumentos financieros, así como cualquier acto que, en los términos de los reglamentos de un sistema de compensación y liquidación de operaciones, deba realizarse para su cumplimiento, serán firmes, irrevocables, exigibles y oponibles frente a terceros, a partir del momento en que tales órdenes hayan sido aceptadas por el sistema de compensación y liquidación. Sería aplicable tanto a MENEDI como a las bolsas.

En cuanto al tema de custodia como agente retenedor, cabe señalar que la idea es que el custodio pueda realizar la retención de impuestos correspondiente a los títulos que mantiene en custodia, quedando liberado de dicha obligación el emisor. En cuanto a la cámara central de contraparte, su objetivo exclusivo es la prestación del servicio de compensación como contraparte central de operaciones, para reducir o eliminar los riesgos de incumplimiento. Debe constituirse como acreedora y deudora recíproca de los derechos y obligaciones que deriven de operaciones que hubieren sido previamente aceptadas para su compensación y liquidación, asumiendo tal carácter frente a las partes en la operación de forma irrevocable, quienes, a su vez, mantendrán el vínculo jurídico con la contraparte central y no entre sí.

Ahora bien, hay varios temas que se deben definir. Por una parte, está la posibilidad de que la anotación en cuenta del sector público pueda ser llevada por el sector privado, con las seguridades y especificaciones necesarias, cuando el Banco Central de Costa Rica determine que no es de su interés continuar brindando dicho servicio. Por otra parte, está la posibilidad de que toda la anotación en cuenta pueda ser llevada por una entidad en el extranjero. A este respecto, el señor **Arias** señaló que debería tenerse cuidado de no dejar una lista taxativa. Quizás lo procedente sería dejar una referencia, en cuanto a que deben cumplirse todos los extremos legales. Podría darse el caso de que las leyes cambien y quede una lista que ya no aplica.

En ese mismo orden de ideas, el señor **Arce** consultó si la ley debería ser así de específica en estas cosas. ¿No hay una serie de principios básicos asociados con la seguridad de la anotación en cuenta? A la ley le deberían interesar ciertos principios, esencialmente, en relación con el riesgo operativo y el riesgo de liquidación y compensación. Ante tal consulta, el señor **Villegas** explicó que en Costa Rica había un mercado con cierto tipo de funcionamiento. Por tanto, si se dice que la anotación en cuenta se llevaría en una entidad determinada, habría que definir qué se hace con la anotación en cuenta que lleva el Banco Central de Costa Rica. No se puede simplemente eliminar lo que está vigente en la ley, donde dice que la anotación en cuenta del sector público se lleva en el BCCR, y dejarlo repentinamente *a la deriva*, sin decir nada respecto de lo que se lleva en el Banco Central.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Arce** para comentar que se podría seguir manteniendo la anotación en cuenta en el Banco Central, siempre y cuando se someta a ciertos principios básicos y, si surgiera competencia, se da y sin mayor novedad. Sobre ese particular, el señor **Villegas** acotó que, dentro de ese esquema, lo que cabría plantear es que la anotación en cuenta, indistintamente de si es del sector público o del sector privado, se puede llevar en cualquier lado. Es decir, sería abrir la posibilidad. El señor **Arce** expresó que, personalmente, de los temas de compensación y liquidación y de anotación en cuenta, lo que le preocupaba eran los problemas operativos y los riesgos sistémicos existentes. En realidad, no le ve tanto problema a la propiedad de anotación en cuenta, en general. Le preocupa que el sistema actual no funcione de manera adecuada, porque ese es un riesgo sistémico importante, que la ley debería resguardar.

En cuanto a ese mismo punto, el señor **Bolaños** dijo que, según entendía, la justificación de que hubiera una entidad única tenía que ver con el tema de economías de escala. Si no hubiera justificaciones de esa naturaleza, ¿cuál sería el sentido de una única central de anotación en cuenta? Tal vez, por tanto, lo procedente sea realizar un estudio mediante el cual se puedan determinar las ventajas de que sea una única central de anotación en cuenta. Al respecto, el señor **Villegas** acotó que, por ejemplo, la *entrega de contrapago*, cuando se tenían dos entidades separadas, se volvía imposible de garantizar. Por tanto, si lo que se quisiera era tener una verdadera *entrega contrapago*, debería trabajarse en un solo ente.

El señor **Arce** preguntó si los principios del Tratado Centroamericano de Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores eran consistentes con los sistemas de compensación, de liquidación y de pagos costarricense y si los de este país no tenían estándares más altos que los del referido Tratado. A ese respecto, el señor **Arias** señaló que efectivamente ese tratado ya existía. Inclusive recientemente fue refrendado por la Asamblea Legislativa. En general, fue una iniciativa que se desarrolló al amparo del Consejo Monetario Centroamericano y fue elaborado con base en la asesoría de consultores internacionales. Consecuentemente, más que un equiparamiento a los niveles más bajos del país de la región centroamericana menos avanzado en el tema, en realidad, se usaron estándares internacionales. El susodicho documento establece, como importancia sistémica, el sistema de compensación y liquidación que cada país tenga. Además, en este no sólo se fija un conjunto de requisitos, sino también un grupo de beneficios, en cuanto a darle más estabilidad, desde el punto de vista de su normativa y operación.

La SUGEVAL, de acuerdo con el Banco Central y con la BNV, estuvo trabajando un poco en el asunto a finales del 2012. La Bolsa tuvo la anuencia de retirar una solicitud conducente a que los sistemas que, a ese momento estaban operando, se declararan de importancia sistémica. Por tanto, se está tratando de llegar a ese acuerdo, para que, una vez que se gestione esa condición, se haga sobre la base de un nuevo sistema que se apege a los mejores intereses del Banco Central y de la operación de la referida Bolsa.

El señor **Villegas** volvió a hacer uso de la palabra para continuar con su exposición, para cuyos efectos comentó sobre las calificadoras de riesgos, donde surgían tres preguntas: 1) ¿deberá mantenerse la obligatoriedad legal de la calificación para los bonos?, 2) ¿deberán aceptarse calificaciones internacionales? y 3) ¿deberá

mantenerse la confidencialidad de las metodologías? Sobre esta última, señaló que en el país el acceso a las metodologías es restringido, a pesar de que las corrientes internacionales modernas indican que las metodologías deben ser públicas.

En ese orden de ideas, el señor **Bolaños** apuntó que, desde su óptica, debería haber algún tipo de flexibilidad. Tal vez sería oportuno que tanto el CONASSIF como la SUGEVAL tuvieran las potestades de establecer, bajo ciertos principios, que la calificación fuera obligatoria en algunos casos o voluntaria en otros. A ese respecto, el **señor Arias** apuntó que, en términos generales, no tenía ningún problema en que se procediera de la forma sugerida por el señor Bolaños. Sin embargo, consideraba que existe una distorsión implícita en lo que se denominan calificaciones locales. Es un distorsionante muy significativo, que ha mandado un mensaje muy complicado al inversionista, en general. Por tanto, no se deberían mantener esas condiciones.

Seguidamente, ante una consulta señor **Rosales** sobre las razones que justificaban el actual status en el país sobre este tema, hubo un extenso cambio de impresiones. Dentro de estas cabe señalar las planteadas por el señor **Arias** en el sentido que, en algún momento, había habido mucha aprehensión en Costa Rica, sobre: a) el número de calificadoras internacionales que podrían interesarse por venir al país a clasificar emisores pequeños, b) el que pequeños emisores costarricenses pudieran enfrentarse a tarifas que fueran coercitivas y c) la inexistencia de una calificación de riesgo adecuada. Ahora bien, ¿por qué se da la confidencialidad de las metodologías? Porque los que tenían proyectos insistían en que la metodología era donde estaba el valor agregado y que, si se hacía pública, era muy fácil replicarla, haciéndole pequeñas variaciones. Estas variaciones, a todas luces, terminarían generando una competencia desleal.

Asintiendo con el señor Arias, el señor **Ávila** manifestó que, con hacer pública la metodología, lo que se estaría haciendo es *transparentando* ciertas realidades, tal como que los portafolios de inversión sean más riesgosos. El riesgo central residiría en si Costa Rica está preparada para que, repentinamente, todos los inversionistas aparezcan con una cartera cuyo riesgo es mayor. Sobre este punto, el señor **Arce** indicó que los inversionistas, en términos generales, no se fijarían sólo en una calificación de riesgo, salvo que se maneje la diferencia, con respecto a un portafolio internacional. El problema es que si se están exigiendo calificaciones en la regulación, se crea un incentivo para que se califiquen, para que tengan siempre la calificación más alta y que éstas sean totalmente irrelevantes. Así las cosas, hay tres temas centrales sobre este asunto. Primero, está el tema legal sobre la necesidad o no de que la calificación sea obligatoria o voluntaria. Prefiere que sea voluntaria. Segundo, cuanto a la calificación de una calificadora nacional, lo eliminaría y haría un solo nivel. En tercer lugar, está lo relativo a la confidencialidad de la metodología. Es del criterio que eso debería ser público. Además es necesario cambiar, bien sea en las normas de fondos de pensiones, de fondos de inversión o donde corresponda, si es que existe, el uso irreflexivo de la calificación de riesgo. Si se hacen esos ajustes, también se hace necesario propiciar a que la gente se enfoque en la gestión de portafolio y no sólo en las calificaciones de riesgo.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Villegas** para señalar los temas de naturaleza fiscal que regulan al mercado de valores del país. Indicó que en el artículo

23 de la *Ley de Impuesto sobre la Renta* actual se establece que los emisores, agentes pagadores, sociedades anónimas y otras entidades públicas o privadas que, en función de captar recursos del mercado financiero, pagaran o acreditaran intereses deben retener el 15% de dicha renta por concepto de impuesto. También se indica que si los títulos valores se inscribieren en una bolsa de comercio reconocida oficialmente, o que hubieren sido emitidos por entidades financieras, el porcentaje por aplicar es el 8%. Por su parte, el Artículo 100 de la actual ley de valores, plantea una tarifa del 5% para los fondos de inversión.

Sobre el particular, el señor **Montes de Oca** señaló que en los fondos inmobiliarios el 5% se aplicaba directamente sobre los ingresos por alquiler, no hay deducción de ningún gasto. En el caso de una empresa regular, se tributa en la escala, después de aplicarle los gastos que conlleva ser propietario de un inmueble, esto es, depreciación, mantenimiento, etc. En el caso de los fondos financieros, la mayoría de los títulos que se compran pagan el 8%; por lo tanto la retención ya se llevó acabo en la cuenta.

Respecto a este tema, el señor **Bolaños** expresó que tal vez lo procedente era definir si se requería de algún incentivo. Sin embargo, éste es un tema del resorte del Ministerio de Hacienda. Así las cosas, quizás lo procedente sería discutir este tema de manera concienzuda con lo personeros respectivos de este ministerio, a fin de evitar eventuales contratiempos, a lo cual todos los presentes estuvieron de acuerdo.

Sobre este particular, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores

resolvió:

1) Solicitar al señor Villegas que se reúna con los funcionarios del Ministerio de Hacienda que corresponda para conocer su planteamiento sobre el abordaje del tema fiscal en la nueva ley de valores, en el marco de la propuesta de reforma fiscal que se encuentran trabajando.

PUNTO 5 *Asuntos de los miembros del Consejo y asuntos informativos.*

El señor **Rosales** indicó que, con base en conversaciones con el señor Elián Villegas, la entrega de la versión preliminar de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores estaba programada para finales de setiembre del 2013. La idea era remitirles el respectivo borrador antes de esa fecha, para que se sirvieran analizarlo y hacerle los comentarios y sugerencias que tuvieran a bien hacerle. Esto último sería con el fin de que el día en el que se presente el borrador, la discusión pueda ser más productiva.

A las 17:49 horas finalizó la sesión.