

Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense

Minuta del 12 de agosto de 2013

Acta de la sesión catorce-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 veinte minutos del lunes doce de agosto 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 representación del señor Edgar Robles, el señor Manrique Sáenz en representación del señor Ministro de Hacienda, el señor José Rafael Brenes, así como el señor Julio Rosales, en calidad de Secretario Técnico del Consejo, y el señor Elián Villegas, como invitado.

El señor Édgar Robles Cordero no estuvo presente. Con anterioridad se excusó, debido que debió atender compromisos previamente adquiridos.

PUNTO 1. *Aprobación del orden del día.*

Se aprobó el orden del día.

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

Seguidamente, se entró a conocer el punto relativo a la aprobación de la minuta de la reunión celebrada el 15 de julio del 2013, copia de la cual se distribuyó oportunamente a los integrantes del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores.

El señor **Venegas** solicitó a la Secretaría Técnica del Consejo que en la citada minuta quedaran registrados con mayor amplitud sus comentarios en el tema de oferta privada y los mercados *over the counter* (OTC).

Tomando en cuenta el planteamiento del señor Venegas, se acordó que se incorporaran sus comentarios a la minuta y que la aprobación de esta se dejará para una próxima sesión.

PUNTO 3. *Continuación de la presentación de avances del borrador de la nueva ley reguladora del mercado de valores, agosto del 2013.*

De conformidad con el orden del día, el señor **Elián Villegas** hizo uso de la palabra para continuar con la exposición sobre los avances en la redacción del borrador de la nueva *Ley Reguladora del Mercado de Valores*, específicamente en lo relativo a i) los puestos de bolsa, ii) las calificadoras de riesgos y iii) la compensación y liquidación.

En lo concerniente a los puestos de bolsa, se establece que es una función obligatoria de los puestos de bolsa el asesorar a los clientes no profesionales, en

materia de inversiones y operaciones bursátiles. Al respecto, el señor **Bolaños** preguntó qué se entendía por *función obligatoria*. El señor **Villegas** respondió que la esencia de un puesto de bolsa estaba en la asesoría. Por lo tanto, lo que se desea aclarar es que brindar dicha asesoría a los clientes que son no profesionales es un deber de los puestos de bolsa. Para en el caso de los fondos de inversión y los fondos de pensiones, por su conocimiento y la capacidad, podrían solicitarla pero no es una obligación para el puesto de bolsa brindárselas. Por el contrario, para los inversionistas no profesionales se establece una obligación, aunque dicho cliente no quiera ser asesorado por el puesto de bolsa.

El señor **Arias** intervino para comentar que es importante tener claridad acerca de los servicios que puede brindar un puesto de bolsa. En este sentido, dependiendo de los alcances que tenga la nueva ley, pueden citarse la gestión de su cartera propia como una fuente de negocios, la banca de inversión, las gestiones discrecionales de portafolios individuales y colectivos, entre otros. En cuanto el deber de asesoría a inversionistas no profesionales, no implica que este cliente no pueda separarse de la asesoría una vez recibida. Es responsabilidad del puesto de bolsa y no del inversionista, conocer al cliente, que exista un perfilamiento y que los productos que el puesto de bolsa le ofrezca a ese cliente sean consistentes con ese perfilamiento y que si el cliente solicita productos que están desalineados con su perfil, sea responsabilidad del puesto de bolsa, el documentar que, debidamente, al cliente se le brindaron los elementos de información necesarios, para que se informara de todos los riesgos y posibles resultados de su decisión. Ahora bien, hay una diferencia entre asesorar e informar. En general, asesorar es brindar información sobre un conjunto de instrumentos que son personalizados, que están dirigidos, específica y exclusivamente, a las características, condiciones y necesidades de un cliente. Informar es brindar información general, que puede ser utilizada por cualquier cliente, no está dirigida en específico a nadie. La mayor facilidad para la incorporación de instrumentos al mercado de valores, por la vía de la oferta, va a depender mucho de la responsabilidad de los asesores. ¿Por qué? Porque si los asesores no tienen ninguna responsabilidad, la necesidad de que la SUGEVAL tenga un papel preponderante en la completitud de la información y en controlar que los riesgos estén debidamente revelados, se incrementa, mientras que si esta responsabilidad recae sobre los asesores, el papel de la SUGEVAL es menor. Sin embargo, hay que tener claro que esta responsabilidad no debe dejarse sólo a los puestos de bolsa, debe aplicarse de forma generalizada, es decir, para cualquiera que asesore, sea una sociedad de fondos de inversión, un banco, un puesto de bolsa, etc. En resumen, el deber de asesoría con respecto a los clientes no profesionales debe ser irrenunciable. Sin embargo, para los clientes profesionales (un banco, un fondo de inversión, una operadora de pensiones) el puesto de bolsa no debe tener deberes de asesoría y, por consiguiente, sus obligaciones con respecto a los resultados serían mínimas.

En la misma dirección, el señor **Brenes** intervino para manifestar que el modelo que se proponga debe permitir, manteniendo ciertos principios fundamentales, el mayor número de espacios y de alternativas para que la industria, incluidos emisores, inversionistas e intermediarios, se organicen de la mejor manera, según sus propios criterios. El tratar de establecer condiciones a priori acerca de cuáles son las responsabilidades de los diferentes actores no sería correcto a la luz de una reforma legal. Es fundamental que sea una condición general para todos los participantes del mercado, por lo que definir, sólo a nivel de los puestos de bolsas una obligación que

debería ser genérica, no está bien. Otro aspecto es que se debería buscar la forma de dar flexibilidad a las personas para tomar sus decisiones de inversión, a fin de incentivar la participación en el mercado. De nuevo, el señor **Arias** intervino para citar algunas consideraciones como, por ejemplo, pensar más en los servicios, en el producto. El producto se llama asesoría y puede ser brindado por un ejecutivo bancario, un asesor de una sociedad de fondos de inversión, etc. El servicio se llama asesoría, gestión de portafolios, información o ejecución de órdenes. En una ley diferente, la ejecución de órdenes no debería ser, estrictamente, una función exclusiva de los puestos de bolsa. Lo que sí es importante para la SUGEVAL son ciertas salvedades. Por ejemplo, no es lo mismo un certificado de depósito a seis meses, pues el riesgo de tasa de interés se circunscribe a seis meses, mientras que en un bono del gobierno de Costa Rica a 30 años plazo con tasa fija, los riesgos de duración y corrección de precios de esos bonos por un movimiento en las tasas de interés, es de una magnitud mucho más considerable. Entonces, no es necesariamente en sí mismo, un problema del instrumento, sino de la perspectiva sobre cuáles son los riesgos que se asumen al tomar ciertos instrumentos de inversiones y si las personas están en capacidad o no de valorar esos riesgos. No debe haber una prohibición para que la gente haga. Pero sí una obligación de que la gente conozca los posibles resultados de las decisiones que toma. Otro ejemplo es el de las notas estructuradas de tercera generación que, por su naturaleza, no tienen mercado. En Estados Unidos éstas se comercializan bajo la restricción de ser instrumentos exclusivamente del mundo profesional, en Costa Rica se venden a los inversionistas como si fueron solicitudes expresas de los mismos clientes. Es ahí donde surge la inquietud de cómo es que los clientes se enteraron de esas notas para poder solicitarlas, si, en sí mismo, no existe ningún medio de información masiva, donde se haga publicidad de esas notas. En estos casos, debe haber un deber de asesoría y eso es lo que se está pretendiendo. Se busca es estabilizar a todo el mercado regulado para evitar las asimetrías.

Lo que se debe buscar en una nueva Ley del Mercado de Valores es que haya una mayor correlación entre el servicio que obtienen los inversionistas y los pagos por servicio que realizan. Se trata que haya competencia, pues si esa competencia funciona, la superintendencia debería propiciar los elementos de información para que el inversionista, antes de contratar los servicios, tenga la información para que pueda comparar. Ciertamente, sin embargo, lo que se busca es que ese servicio de asesoría sea el cliente el que lo rechace y que el asesor no use esa posibilidad como primera instancia.

Asintiendo con el señor Arias, el señor **Brenes** manifestó que la asesoría, cuando se vende, debe regularse bien. El punto es que no sólo los puestos de bolsa venden asesoría. Por tanto, obligar a un puesto de bolsa a vender asesoría es con lo que él personalmente no está de acuerdo. Sobre este aspecto, el señor **Arias** aclaró que al puesto de bolsa no se le obliga, pues este si desea se puede dedicar sólo a gestionar órdenes. El **Villegas** añadió que en el caso de las sociedades administradoras de fondos de inversión, se quiere también incorporar, expresamente, que hay una obligación de asesoría para el caso de los clientes que lleguen a las sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFIS). A esto el señor **Arias** señaló que es algo que tiene que ser general.

Por su parte, el señor **Brenes** opinó que el tema era que se normaran productos, porque aquí lo que se quiere es que cada uno escoja, en función de lo que hace. Si se quiere brindar *full service*, entonces va a estar totalmente regulado, si se quiere especializar, entonces escogerá la figura que le sea funcional para su negocio y en la cual pueda brindar mayor valor agregado al cliente. Ahora bien, ¿cómo se logra eso? Sugirió que se pensara de qué manera ese tema se incorpora en la nueva ley, que se fomente el mayor número de figuras para que se logre generar lo que se espera que haya en el mercado. Ante ese planteamiento, el señor **Villegas** señaló que con la propuesta lo que se está pretendiendo es darle el sustento jurídico a esas figuras. No obstante, se podrían reenfocar, manteniendo siempre la idea de lo que se quiere, modificando un poco la estructura.

El señor **Arias** explicó que la Ley 7732 define, para los puestos de bolsa, un conjunto de actividades básicas. Esas podrían ser ampliadas o reducidas, de conformidad con las regulaciones que emita la SUGEVAL. Entre las leyes del sistema financiero nacional se encuentra la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional, la Ley Reguladora del Mercado de Valores. Dentro de este marco legal hay ciertas actividades que se traslapan y dependen del interés que el regulador le brinde. Por ejemplo, ¿cómo se brinda actualmente la asesoría de inversiones en Costa Rica? La conceden los puestos de bolsa de una manera más amplia, pero la brindan también los promotores de las sociedades de fondos de inversión. También se podría suponer que los mismos emisores brindan cierto nivel de asesoría, cuando están promoviendo la venta de sus títulos. No obstante, el puesto de bolsa tiene obligación de perfilar al cliente, mientras que, un emisor no. Entonces, si el puesto de bolsa vende un bono de treinta años a un inversionista, el puesto tiene responsabilidades si las condiciones de liquidez y las de variabilidad de precios de ese bono no se ajustan al perfil del inversionista y si éste lo compra directamente al emisor o bien se lo vende, en forma directa un asesor, ¿deberían ser diferentes los requisitos y las normas? resolver esta contradicción es lo que se debería estar buscando con la nueva ley.

Ante una consulta del señor **Sáenz** en cuanto a si los puestos de bolsa están obligados a brindar asesoría, el señor **Arias** indicó que a los puestos de bolsas los cobija un artículo en la ley que les establece sus funciones. Sin embargo, no hay ningún reglamento que diga bajo qué características deben cumplir con esas funciones. La SUGEVAL está trabajando precisamente en un reglamento de intermediación. En ese sentido, el señor **Sáenz** consultó si la propuesta objeto de análisis implicaba un cambio con respecto a la ley actual, a lo que el señor **Villegas** señaló que, más bien, lo que se busca es clarificar el tema. En ese mismo orden de ideas, el señor **Brenes** indicó que, en la actualidad un puesto de bolsa no puede operar por cuenta propia. En la práctica, puede hacerlo. Sin embargo, debe cumplir con la obligación, exactamente, como si fuera a operar por cuenta de terceros y cumplir una serie de requisitos. Si el puesto de bolsa tiene clientes que no son profesionales en inversión, entonces, está obligado a dar asesoría. No obstante, si no tiene ese tipo de clientes, éste no tiene por qué darla. El puesto de bolsa contiguo, que está haciendo exactamente lo mismo, debería tener las mismas obligaciones, porque lo que se debe normar es el producto, no la figura. Es decir, nadie está en contra de proteger al inversionista. El punto es, más bien, cómo hacerlo.

Por su parte, el señor **Venegas**, asintiendo con lo antes expuesto, señaló que a él le gustaba más el esquema por servicios. Sin embargo, la pregunta que haría es si con la Ley actual, vía reglamentación, se podía estandarizar la regulación. Sobre ese particular, el señor **Arias** indicó que sí se podría estandarizar, en el tanto en todas las superintendencias se diera un tratamiento consistente con el mismo servicio. En principio, entonces, la SUGEVAL podría generar regulación y hacer el esfuerzo, a través de las otras superintendencias, para que el CONASSIF adopte los acuerdos generales requeridos.

Por su parte, el señor **Arce** hizo ver la conveniencia de aclarar los siguientes temas. En la parte de pensiones y en seguros, todos los temas tratados no se ven ni por entidad ni por producto. Más bien, se ven por conducta de mercado en general. En el caso de los bancos, por ejemplo, la pregunta es si ese tipo de servicio en la banca privada está en el balance del banco o son operaciones que están fuera de la entidad regulada localmente. Ciertamente todo lo que se está planteando está bien. Sin embargo, en el fondo cualquier taxonomía o división arbitraria que se fije provocará iguales problemas. Es probable que algunos se “muevan” hacia un área no regulada. El señor **Arias** acotó que eso dependería de la entidad. Hay algunas que tienen convenios de referencia bien establecidos y constituidos y, por ende, tienen un conjunto de obligaciones que son requisito posiblemente del mercado de origen. Otros, simplemente, tienen una oficina que está establecida en las instalaciones del banco y hacen esa referencia, pero no tienen una estructura tan formal. Lo importante no es pretender que los bancos cumplan el mismo conjunto de requisitos que cumplen los puestos de bolsa, sino más bien establecer el conjunto de requisitos idóneos, sin llegar a ser excesivos. En el fondo, lo realmente significativo no es obligarlos a que no puedan hacerlo, porque los resultados podrían ser peor. Lo que se debe hacer es revisar si los puestos de bolsa y las sociedades de fondos de inversión, regulados, con un conjunto de requisitos lógicos, puedan ser más competitivos, ofreciendo ese servicio de *private banking*.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Arce** para manifestar que en lo medular, ese servicio es un componente adicional de la oferta de servicios financieros. Lo importante es el asesoramiento a los clientes que no son profesionales, en consecuencia, lo procedente entonces es definir qué significa que no sea profesional. Ahora bien, el cliente podría perfectamente tener el derecho de no dejarse asesorar. El tema reside en toda la regulación de conducta de mercado. Debe haber verificación de conductas apropiadas de mercado, en cuanto al respeto de los derechos del consumidor. El señor **Arias** insistió en que la nueva ley debe buscar clarificar las obligaciones que están asociadas, dependiendo del tipo de inversionista, para cada uno de los servicios. Lo deseable es que las condiciones, independientemente de quién brinde el servicio, sean normalizadas para todo el que lo brinde.

Después de resumir los cambios que se estarían haciendo a la propuesta de la nueva Ley en este tema, con base en los comentarios y observaciones hechas en esta ocasión, el señor **Villegas** indicó que, por una parte, la obligación de hacer perfiles se estaría estableciendo como una obligación de tipo general de mercado, que aplicaría para todos aquellos que estén haciendo una venta de producto, en mercado primario o en mercado secundario. Por otra parte, en cuanto a la forma de establecer las obligaciones de los participantes, cabe destacar que no ha habido consenso de parte todos los integrantes del grupo que está trabajando en elaborar el primer borrador de la nueva ley. Una de las ideas que se han discutido en el grupo es la de establecer una

prohibición de tipo general, por medio del cual un cliente inversionista no puede comprar algo que esté fuera de su perfil. ¿Cuál es el fundamento de esa prohibición? Producto de la crisis que se ha vivido, una de las conclusiones a las que se ha llegado es que no necesariamente el darle mucha información a un cliente conlleva a que éste vaya a estar en mejor capacidad de tomar una mejor decisión, no sólo para él como persona, sino para el mercado mismo, como un todo. Ese es el tipo de situación que se está previendo con la prohibición. Sin embargo, el grupo de trabajo decidió que era necesario que este asunto se sometiera al conocimiento de este Consejo para tomar una decisión.

El señor *Arias* indicó que, desde su perspectiva, eso fomentaría la manipulación de los perfiles y un incentivo para que las entidades no reguladas vuelvan a tener una diferenciación. Le parece que hacerlo de ese modo se estaría yendo más allá de lo conveniente. Dependiendo del alcance que se le dé a los derechos individuales, el asunto se volverá inconsistente, toda vez que le está trasladando una obligación al puesto de bolsa que no está siendo consistente con la restricción de derechos que se le está aplicando individualmente al inversionista. Otro elemento que debe tomarse en cuenta es cómo se están viendo las responsabilidades de los diferentes participantes en el mercado. El peso de todas las decisiones que se toman recae sobre los intermediarios. Entonces, permitirle a los inversionistas que sean o no asesorados convierte esto en una situación de desequilibrio.

Por su parte, el señor *Arce* señaló que, desde su óptica personal, incluir lo relativo a perfilar el riesgo era un tema, más bien, de índole regulatorio. Es más operativo de un puesto de bolsa. El problema no reside en el perfil de inversionista ni en los activos que éste debe o no comprar. Elevar ese tema a nivel de la ley es un tema algo exagerado. En la ley debería haber un principio de resguardo de conductas, con criterios sobre cuáles deben ser las conductas apropiadas. En la regulación, por otra parte, deberían estar los requerimientos de supervisión regulatorios necesarios, para cumplir con esas conductas.

Seguidamente, ante una consulta de parte del señor *Ávila* en cuanto a si la asesoría financiera era un bien meritorio, el señor *Arce* indicó que aun cuando él no creía que fuera un bien meritorio, lo importante y en lo que se debería concentrar es en el abuso al consumidor de los servicios financieros. La solución está en la regulación y supervisión de conducta del operador de bolsa, de los asesores de inversión, etc.

En ese orden de ideas, el señor *Villegas* dijo que no se podía pensar que el asesor estaba en la misma posición que el cliente. Si éste tenía el mismo conocimiento del asesor, probablemente, no lo ocuparía. El asesor es un profesional con mucha mayor competencia que el cliente y, en la mayoría de los casos, con mucho mayor dominio del mercado. Partiendo de ese punto, no se puede creer que ambos estén en igualdad de condiciones. Creer que existe esa igualdad es, de alguna manera, provocar una desprotección del consumidor. Eso no se puede pensar como criterio de regulación.

El señor *Montes de Oca* preguntó, por un lado, si se sabía de otros mercados que habían tenido experiencias de la naturaleza que se estaba discutiendo en ese momento, o si, más bien, se trataba de una idea que había surgido del grupo que trabaja en la propuesta. Por otra parte, preguntó cómo quedaría el tema de la asesoría,

en el caso de los emisores no financieros que en la actualidad tienen acceso a vender al inversionista. ¿Se debería pensar que los emisores no financieros no son un canal para colocar, sino que debe ir a una entidad regulada que ya tiene implementado todo un mecanismo de asesoría? En este sentido, el señor **Villegas** manifestó que al tema de los emisores debía dársele mucho pensamiento, porque el emisor no es un asesor neutro desde ningún punto de vista. El emisor está tratando de vender su producto, en virtud de lo cual hay una carga subjetiva muy fuerte. Por tanto, no se puede pretender que el emisor vaya a dar una asesoría objetiva. Es más, legalmente, ni siquiera podría exigírsele una conducta objetiva. Es un tema que debe revisarse, sin que ello sea un detrimento de la colocación directa.

Por su parte, el señor **Arce** señaló que tal vez regulatoriamente se llegue a la conclusión de que es necesario establecer un esquema de *perfilamiento* obligatorio, incluso para las personas que terminen no demandando servicios bursátiles. Los puestos de bolsa deberían conocer quiénes son sus clientes, no necesariamente por el tema de lavado de dinero. Debe tenerse presente que quien no utilice los servicios de asesoría podría implicar efectos *reputacionales* muy serios contra el puesto de bolsa. Podría, inclusive, salir a la prensa diciendo que se le asesoró mal, aunque, en la realidad, haya rechazado la asesoría. Pero cuestiona que esto aparezca en la ley como un requisito. Después de algunos comentarios que se suscitaron sobre el particular, el señor **Villegas** consultó si el consenso de los señores miembros del Consejo iba en el sentido de dejar o no en la ley el tema de *perfilamiento del inversionista*, a lo cual el señor **Arias** señaló que lo que debía quedar en el proyecto de la nueva Ley era la capacidad del CONASSIF de establecer todos los elementos necesarios para que haya un debido conocimiento del cliente y que el asesor tenga fundamento en sus recomendaciones. Su percepción es que el consenso es no quede este concepto explícito en la nueva ley.

Continuando con su exposición, el señor **Villegas** acotó que otro de los elementos que se estaban incluyendo en la propuesta de Ley era que las sociedades de bancos públicos quedaran autorizadas para realizar los aportes que resultaran necesarios para la creación y mantenimiento de los fondos de garantía, mecanismos de compensación y liquidación de valores, aportando efectivo e instrumentos financieros en la proporción requerida por la reglamentación que emitiera el CONASSIF, para regular esos mecanismos. Además se está incluyendo que los agentes de bolsa deberían cumplir los estudios que fueran requeridos en el reglamento que emita el CONASSIF y los que disponga la bolsa respectiva, para obtener la licencia de agente de bolsa, así como los estudios y exámenes de actualización que deberán realizarse, de forma periódica, al menos cada dos años.

Al respecto, el señor **Brenes** sugirió que el tema de los agentes de bolsa se viera de una manera integral. No tiene sentido decir que lo único que se regula son los agentes de bolsa. Este tema, a todas luces, merece ser analizado con mucho más detenimiento. De la manera en la cual este tema está establecido en la ley actual, el país ha aprendido a manejarlo. Sin embargo, si lo que se está haciendo es redactar una nueva ley, debería analizarse mejor, porque este tema es muy complicado. El señor **Montes de Oca** hizo ver la conveniencia de tener en cuenta que, en el pasado, cuando se han hecho cambios en el tema de requisitos, generalmente, se han dado denuncias ante los tribunales de justicia en cuanto a su retroactividad.

Asintiendo con lo expuesto anteriormente por el señor Brenes, el señor *Arce* dijo que el problema era, en realidad, el doble papel que cumple el agente de bolsa. En la actualidad, éstos son vendedores y asesores. Asimismo, son los puntos a través de los cuales se hacen las transacciones. En consecuencia, debería redefinirse qué debe entenderse por esa figura. Desde su perspectiva, los requisitos de un corredor de bolsa deberían ser definidos por la bolsa respectiva y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero tener la facultad para sancionar por mala conducta a quien fuera del caso.

Por su parte, el señor *Arias*, entre otras cosas, dijo que, desde su perspectiva, la definición de las características debería asignarse a las bolsas o a la Superintendencia General de Valores y la periodicidad de la actualización, directamente a un reglamento. Especificar esa periodicidad en la ley es muy complicado, porque, después de cierto tiempo, puede llegarse a la conclusión de que esa periodicidad no es la adecuada y, como es de todos sabido, el trámite para modificar una ley no es una labor sencilla ni rápida. El señor *Venegas* señaló que lo que debería definirse es el mayor número de figuras, no sólo los agentes de bolsa. Esto debería ser más abierto, deberían incluirse gestores de portafolio, asesores de inversión y *traders*, entre otros, por el tema sancionatorio. Al final, el tema sancionatorio debe ser muy específico, según las figuras que estén bien identificadas. Se podría pensar en algo más abierto y que el CONASSIF lo defina; sin embargo, eso podría ocasionar algún tipo de problema. Así las cosas, ojalá eso pudiera abrirse un poco más, pero que queden bien definidas cuáles son esas figuras, para ligarlo al tema sancionatorio y de conductas.

Seguidamente, se suscitó un amplio cambio de impresiones en cuanto a si deberían o no definirse actividades, más que figuras. El señor *Sáenz* hizo ver la conveniencia de que el tema de marras se analizara a la luz de otros mercados, con el fin de tener un mejor marco de referencia. A este respecto, el señor *Arias* subrayó el cuidado que debía tenerse en ese sentido, porque podría darse el caso que se analizaran esquemas de otros países que podrían resultar muy adecuados para el costarricense y, en consecuencia, adaptarlos. Sin embargo, después se podría llegar a la conclusión que no era tan adecuado. Por ese motivo, la ley debe ser suficientemente flexible. La idea no es que Costa Rica requiera de soluciones muy específicas. Más bien, se debería procurar contar con un marco jurídico moderno, amplio y flexible, que le dé posibilidades al regulador de encausar el desarrollo del mercado, sin que sea la propia ley la que hable de periodicidades y elementos de esa índole.

En ese orden de ideas, ante una consulta realizada al respecto por el señor *Rosales*, el señor *Brenes* dijo que sería ideal tener una ley, cuyo principal objetivo sea normar la protección del consumidor de servicios financieros y que indique cuáles son las actividades reguladas y quiénes son los encargados de dictar las normas correspondientes. Así las cosas, tal vez sea mejor ser amplio en la definición de las figuras y establecer los requisitos exactamente como se quiere, para evitar que luego se escape. El problema con el que siempre se ha enfrentado el país es que se ha hecho al revés. Por su parte, don *José Luis* resaltó que por eso era porque tal vez el tema no es tanto la definición de las actividades y de los intermediarios, como de conductas. No se trata sólo de conductas negativas que deban ser sancionadas. Podría ser necesario que haya un capítulo de puestos de bolsa, de asesores de inversión, pero si las conductas son más generales, se pulirían las cosas específicas.

Sobre ese particular, el señor **Arias** manifestó que la comisión que esta abocada a la elaboración de la nueva Ley aprovechará tanto su experiencia como sus conocimientos del mercado, para presentar un borrador que evitara la comisión de los errores que se hubieran dado en el pasado, producto de la redacción de algunas leyes, en especial, cuando se ha caído en problemas, por exceso de tipicidad.

Volviendo a la exposición, el señor **Villegas** apuntó que otro de los elementos que se estaban incluyendo en la propuesta era que los puestos de bolsa podrían otorgar acceso directo tanto a bolsa como al Mercado de Negociación Directa (MENEDI), bajo las siguientes condiciones: a) controles asociados a los riesgos de crédito, b) aporte de recursos para compensación y liquidación, c) límites a la ejecución de las operaciones, d) requisitos tecnológicos para acceso seguro para el inversionista, el puesto de bolsa y el mercado y e) conocimiento previo del perfil del cliente por parte del puesto de bolsa, que permita establecer las limitaciones correspondientes para efecto de las inversiones. Ahora, habría obligación del puesto de bolsa de brindar la información de mercado para la toma de decisiones, así como análisis básicos con perspectivas de mercados, a fin de cumplir el deber de asesoría, según corresponda a cada tipo de inversionista. Asimismo, el inversionista deberá asumir plena responsabilidad por las decisiones de inversión que tome y ejecute en forma directa, relevando al puesto de bolsa de dicha responsabilidad.

El señor **Arce** indicó que él no veía que esto fuera contradictorio con la política de asesoría, en la medida que el puesto de bolsa valorara el acceso y tipo de instrumentos que va a poner a disposición de la persona en esa plataforma. El puesto de bolsa tiene que responsabilizarse por el acceso al mercado que da a los clientes, a través de esa vía, para cuyos efectos requerirá conocerlo. Lo que se cuestiona es si eso no es demasiado detalle en una ley. Al respecto, el señor **Arias** indicó que esas eran cosas distintas. El puesto de bolsa puede tener responsabilidades relativas a la liquidación y a la compensación, debe conocer el monto de la línea de crédito, pues, al final de cuentas, es el puesto de bolsa el que va a cumplir con las obligaciones de liquidación, independientemente de que sea por cuenta propia o cuenta de terceros. Eso es distinto a que el puesto de bolsa haya hecho un perfilamiento, le haya brindado una asesoría, le haya recomendado un conjunto de instrumentos y lo restrinja, para que sólo eso pueda comprar. Ahora, si el cliente hace el acceso directo, los deberes de asesoría y la responsabilidad del puesto de bolsa respecto de la consistencia de esa asesoría, se van a hacer. Lo que se busca con esto es que clientes de cierto tamaño puedan negociar tarifas. La idea es permitir a ciertos clientes el acceso directo, sin que tengan que pasar por el *trader*.

Ante unos comentarios adicionales que surgieron sobre el particular, el señor **Elián** indicó que la idea era que los puestos de bolsa pudieran brindar la posibilidad de que la clase media entrara al mercado. Esa gente entraría a comprar montos razonablemente bajos, entonces ¿para qué van a gastar en servicios de correduría de bolsa, si sabe que les va a salir muy caro? Ahora bien, ¿por qué eso no se puede hacer con la ley actual? Porque en la ley actual hay un *obstáculo*, que es la concentración en el agente de bolsa.

A fin de contestar una consulta del señor **Bolaños**, el señor **Elián** dijo que el acceso directo no significaba que cualquiera pudiera entrar a bolsa, a través de un puesto de bolsa, y hacer lo que quisiera. En la medida en que un sujeto privado entra y

trata de hacer una operación a través de un puesto de bolsa, éste tiene toda la responsabilidad. La diferencia con la propuesta es que el sujeto privado le estaría quitando esa responsabilidad. Por otra parte, se podría establecer una disposición más general, mediante la cual se indique que se pueden fijar canales de acceso directo y otros detalles menores. Cabe destacar, no obstante, que todos esos temas están incluidos, porque están en la hoja de ruta aprobada por el Consejo. El señor **Arias** manifestó que, desde su perspectiva, aun así, se continuaba teniendo serios problemas de consistencia. El enrutamiento es para clientes profesionales, si así lo desean. Es una manera de reducir el costo del acceso al mercado. Crear el enrutamiento para clientes que no son profesionales, sólo a fin de que los puestos de bolsa puedan quitarse los deberes de asesoría, produce una inconsistencia respecto de todo lo que se ha dicho anteriormente. Lo que se dijo anteriormente fue que los puestos de bolsa y, en general, los asesores tienen el deber de asesoría. El que el cliente pueda separarse de ese deber de asesoría es una cosa distinta. Por su parte, el señor **Arce** señaló que el enrutamiento no estaba pensado sólo para clientes profesionales. No cree que un mecanismo de acceso directo elimine la responsabilidad de asesoría de un puesto de bolsa. Es sólo un canal distinto de comisión de servicios financieros. Es un canal de distribución diferente, que requiere cierta información. Acto seguido se suscitó un cambio de impresiones sobre el particular, dentro del cual sobresalió una observación de parte del señor **Arias**, en el sentido que ningún puesto de bolsa le daba acceso al mercado de manera ilimitada a ningún inversionista. Hay cuotas, líneas de crédito y tamaños máximos de operación, posiciones. El intermediario continúa siendo el responsable no sólo por los deberes de compensación y liquidación, sino porque si el regulador considera que esa operación está afectando la formación de precios o que está, intencionalmente, dirigida a manipular, la responsabilidad es del intermediario.

Ante una consulta del señor **Arce** en cuanto a si la propuesta del Banco Mundial hablaba de este asunto, más bien, como un canal de distribución, el señor **Villegas** aclaró que este tema, de conformidad con la hoja de ruta, estaba para los mercados bursátiles. Una cosa era para los mercados OTC y otra era los mercados bursátiles. Esto está como una facilidad que se les está otorgando a los puestos de bolsa para el manejo de ciertos clientes, sean éstos pequeños o grandes. El puesto de bolsa escogerá cuál es el camino que lleva; sin embargo, estaba en función de los mercados bursátiles. Por su parte, el señor **Venegas** indicó que la hoja de ruta decía que eso era abierto. O sea, no distingue entre inversionistas profesionales y los que no lo son. Lo otro de lo que se habla es que se hace es a través de los puestos de bolsa. Entonces, no es acceso directo al mercado y no dice si es institucional o no. Al respecto, el señor **Arce** dijo que entendía que la hoja de ruta lo que pretendía era darle un canal de distribución adicional. Si el canal de entrada al mercado organizado es el puesto de bolsa y no el corredor, el puesto podría organizar cualquier canal de distribución y el CONASSIF lo regularía operativamente y se regularían los temas de conducta.

Seguidamente se suscitó un amplio cambio de impresiones y el señor **Arias** explicó que en la actualidad cada puesto de bolsa debería entenderse responsable del volumen de línea de crédito que le da a cada cliente, para que haga recompras. Sin embargo, la mayor parte de los puestos de bolsa no se sienten responsables. La responsabilidad se la trasladan a un tercero, ya sea a la BNV o a la SUGEVAL, porque estos determinaron que un determinado título de gobierno se podía apalancar al 90%. El puesto se basa en que no está incumpliendo con la regulación. El puesto de bolsa es el responsable de hacer la compra a plazo y debe cumplirla. Por tanto, deberían ser los

puestos quienes deberían tener claridad de si el cliente es o no capaz de atender un apalancamiento de un 90% del título o si es capaz de atender sólo un 40%.

Resumiendo las posiciones externadas hasta el momento, el señor **Bolaños** manifestó que lo que quedaba en ese momento era definir si se debía o no poner la autorización en la ley para que hubiera acceso directo, a lo cual el señor **Montes de Oca** señaló que el enrutamiento de órdenes era bastante desarrollado en la hoja de ruta. Posteriormente, el señor **Arce** manifestó que le daba la sensación que la nueva ley debía establecer el acceso de los inversionistas profesionales y sofisticados a los mercados organizados, sean éstos mercados OTC o mercados de bolsa. Pero el canal de distribución minorista de ese tipo no debería estar mencionado en la ley. Es un canal que ofrecerá el puesto de bolsa, siempre que se cumpla con todos los requisitos de conducta que debe tener, en relación con sus clientes. Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Arias** para comentar que el objetivo de lo que se había incluido en la hoja de ruta era que si se quería mantener un mercado de deuda con mayor nivel de organización, se le debía dar acceso directo al mercado secundario a los inversionistas institucionales. En mercado primario no existe necesidad de cambiar la regulación. De hecho, ya tienen acceso. Se preguntó si eso se iba a manejar por el enrutamiento, dándoles a los inversionistas profesionales acceso al enrutamiento, sin responsabilidad del puesto, para lograr esa importante reducción en el costo de los servicios.

Ante una consulta del señor **Arce** en cuanto a si se estaba partiendo del supuesto que los mercados OTC no eran transparentes y no tenían reglas de conducta, el señor **Arias** comentó que él personalmente presumía que un mercado organizado OTC tenía tantas reglas de transparencia como quisiera establecerse. Puede ser desde un mercado que transa por teléfono (donde no se registran las transacciones ni se revelan ni los montos ni los precios), hasta un mercado OTC como el que tiene en este momento un custodio como el Bank of New York. En éste se han desarrollado las plataformas a través de las cuales sus depositantes pueden transar y la información queda registrada en tiempo real. Saben montos, precios y la liquidación se hace a través de los sistemas de este mismo Banco. Siempre se ha dicho que esa regulación debe quedar recogida en la ley, para que queden las potestades necesarias y suficientes y obligar así a los organizadores del mercado OTC a cumplir con los deberes de información y revelación. Pero si en un OTC se desea llegar hasta la revisión de la formación de los precios, se puede llegar a un punto en el que ya no es un OTC. Se convierte así en un mercado organizado. El señor **Arce** señaló que debía revisarse qué es lo que se entiende por cada cosa, porque los deberes de información, la verificación de la política pública y la adecuada formación de precios, en especial si esos mercados OTC ayudan a formar precios, crean esquemas de supervisión y de regulación. Eso no significa que se lleve al mercado a una estructura de subasta igual que el de una bolsa de valores tradicional. Al respecto, el señor **Superintendente General de Valores** hizo ver que la colocación de mercado primario no era exactamente lo que se buscaba, más bien era lo que pasaba en el secundario. Quitando la parte de subastas, sobresale el tema de hasta dónde se revisa. De no existir información a que haya información transaccional, ya hay una diferencia grande. Aunado a antes expuesto, el señor **Brenes** dijo que el mercado chileno era la diferencia más clara. Se podía tener un mercado OTC donde sólo se está obligado, al final del día, a reportar la transacción. Sin embargo, si los activos que estaban siendo gestionados son de carteras mancomunadas, se debe ir a un mercado donde haya concurrencia. O sea, a un mercado en el que el precio esté expuesto, antes de poder cerrar la transacción, porque son bienes de terceros. En consecuencia, ya no es

exactamente un mercado OTC. Esas son las diferencias que hay entre eso y un mercado totalmente regulado. Hay un continuo. Lo importante es que la ley permita el escoger dónde quiere se quiere estar.

Don **Julio Rosales** destacó que lo bueno de la nueva Ley en la que se estaba trabajando es que se busca generar lineamientos generales y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero le corresponderá establecer todas las demás definiciones.

Por su parte, el señor **Arias** dijo que, para lograr una buena formación de precios y que, consecuentemente, las conductas fueran reguladas, se va a estandarizar. En ese sentido, el señor **Arce** argumentó que la estandarización no se logra regulatoriamente. Se logra en la medida en la gente que emite entienda que estandarizando gana algo. En este momento, no gana nada.

Después de algunos comentarios adicionales que se suscitaron al respecto, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores

resolvió:

dar por recibida la presentación realizada por el señor Elián Villegas sobre los avances del borrador de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores y continuar analizando, en una próxima oportunidad, los nuevos avances que se dieran sobre ese mismo particular.

A las 18:20 horas finalizó la sesión.