

# Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense

## Minuta del 14 de octubre del 2013

Minuta de la reunión quince -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 dieciocho minutos del lunes catorce de octubre del dos mil trece, con la asistencia de sus miembros: Jose Luis Arce, Pablo Montes de Oca, Roberto Venegas, José Rafael Brenes, Héctor Mauricio Ávila (en presentación del señor Édgar Robles Cordero), Carlos Arias y la señora Cristina Masís. Asimismo, estuvieron presentes el señor Julio Rosales, en representación del señor Rodrigo Bolaños y en calidad de Secretario Técnico del Consejo, y el señor Elián Villegas Valverde, como invitado.

Los señores Rodrigo Bolaños, Presidente del Consejo, Édgar Robles y Manrique Sáenz no estuvieron presentes. Se excusaron con anterioridad, debido a que debían atender compromisos adquiridos con anterioridad y situaciones imprevistas de salud.

### **PUNTO 1.** *Aprobación del orden del día.*

Se aprobó el orden del día.

Acto seguido, el señor **Rosales** le externó, en nombre de los demás miembros del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores y del suyo propio, la más cordial bienvenida a la señora Cristina Masís, por ser ésta la primera oportunidad en la que asistía en calidad de integrante de este Cuerpo Colegiado. Le auguró los mejores éxitos en la tarea que le ha sido asignada.

La señora **Masís** agradeció las palabras del señor Rosales, al tiempo que indicó que estaba en la mejor disposición de hacer todo lo que estuviera a su alcance, para cumplir con las labores que le implicaban formar parte de un Consejo tan importante como éste.

### **PUNTO 2.** *Continuación de presentación de borrador completo de proyecto de nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores.*

De inmediato el señor **Villegas** continuó con la presentación del borrador completo del proyecto de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores. Inició su exposición hablando sobre intermediación de valores. La ley define este término como la realización de operaciones que tengan por finalidad o efecto el acercamiento de demandantes y oferentes en los sistemas de negociación de valores o en el mercado de negociación directa, sea por cuenta propia o de terceros.

El proyecto define una serie de actos que se pueden considerar como intermediación de valores, a saber:

- a) La adquisición o enajenación en el mercado primario o secundario de valores e instrumentos financieros inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI).
- b) El ofrecimiento de servicios orientados a negociar, tramitar, gestionar, administrar u ordenar la realización operaciones con valores de oferta pública (OP), con valores internacionales, con instrumentos financieros (IF), carteras colectivas o carteras individuales u otros activos financieros.
- c) la celebración de operaciones con valores por cuenta de terceros como comisionista, mandatario o con cualquier otro carácter, interviniendo en los actos jurídicos que correspondan en nombre propio o en representación de terceros.
- d) La negociación de valores por cuenta propia con el público en general o con otros intermediarios que actúen de la misma forma o por cuenta de terceros y,
- e) Como creadores de mercado.

Asimismo, comentó sobre quienes serían considerados como intermediarios de valores según lo indicado en el proyecto, esto es: puestos de bolsa, operadores remotos y demás entidades autorizadas a realizar la compra de valores e IF en forma directa en los mercados de negociación directa, sociedades administradoras de fondos de inversión y entidades comercializadoras de fondos de inversión, en lo relativo a la venta de las participaciones de los fondos de inversión. La ley también menciona los bancos, en su labor de gestión de carteras individuales y administración de fideicomisos relacionados con valores e instrumentos financieros y cualquier otra entidad que realice actividades de intermediación, aun cuando su denominación, su organización o su forma jurídica sean diferentes. También cualquier otro que indique el CONASSIF en el reglamento. El emisor de valores no se considerará intermediario de valores.

De inmediato se suscitó un cambio de impresiones en torno a lo señalado por el señor Villegas en cuanto a que el emisor de valores no se consideraba un intermediario de valores. El señor **Arias** hizo un comentario en el sentido que, sin embargo, en los mercados *over the counter* (OTC) habría deberes de asesoría. Si las ventanillas de los emisores estuvieran abiertas y los inversionistas estuvieran expuestos a esos instrumentos, eso implicaría que existe la posibilidad de desalineamientos entre el perfil y los productos. Por su parte, el señor **Montes de Oca** señaló que en España los bancos comercializaban productos no complejos según la definición de normas europeas. Los que son complejos no los venden. Normalmente ofrecen solamente sus propios productos. Es decir, es una asesoría limitada. A esto último, el señor **Arias** indicó que, desde su perspectiva, el que ellos sólo ofrezcan sus propios productos no los libera del deber de asesoría. Si un emisor tiene un instrumento que, por su naturaleza es agresivo, no se lo debería vender a inversionistas conservadores. Debe evitarse que los deberes de asesoría se desaparezcan mágicamente. En la actualidad, la razón por la cual los emisores no usan las ventanillas es porque, si la usan, se les exige tener oficiales de cumplimiento y otra serie de cosas, pero por una cuestión de lucha contra el terrorismo y no por funciones de asesoría. Su tesis es que debe cumplir debidamente con los deberes de asesoría. Es necesario que exista el deber de la asesoría y si tuviera que

escoger entre que los emisores mantuvieran una ventanilla y renunciar a que exista la debida asesoría, escogería que se cerrara la ventanilla.

Entre otros comentarios, también surgió uno de parte del señor *Venegas*, en el sentido que él no tenía ninguna objeción de eliminar el mecanismo de ventanilla. La ventanilla realmente no ha tenido un gran uso. Quienes han participado en ventanilla han sido principalmente inversionistas institucionales. No existe un mecanismo de difusión lo suficientemente amplio como para que llegue a todo tipo de inversionista. Al final, tiene mucho sentido pensar que una colocación primaria se realice a través de un mercado organizado donde exista asesoría. Por tanto, le parece apropiado que, de por medio, haya análisis. Claro que están las transacciones de primarios grandes, que las hacen a través de contratos de aseguramiento. Eso es correcto y lo pueden hacer los inversionistas institucionales. Eso funciona bien. Sin embargo, los emisores de acciones con una emisión registrada en bolsa que quieren colocar acciones al por menor deben brindar asesoría.

En ese mismo orden de ideas, el señor *Villegas* recordó que anterior la entrada en vigencia de la Ley 7732, cuando se vendía papel no estandarizado, las empresas colocaban directamente. Cuando se empezó a hablar de estandarización y se incluyeron obligaciones al respecto, el gerente financiero de una de esas empresas se desinscribió, argumentando que antes ocupaba sólo unos minutos al mes para ocupar la captación y que, en ese momento, ésta le estaba quitando mucho tiempo. De ahí surgió el tema de colocación directa. Ahora habría que pensar en dar cierta libertad, para que pueda colocar a través de los mecanismos usuales de mercados, sin estar demasiado sujetos.

El señor *Arias* indicó que su interés estaba en que quedara claro que los deberes de asesoría a los inversionistas al detalle deben estar adecuadamente establecidos, no importa a quien, en el tanto se trate de una entidad que se pueda supervisar y que tenga que cumplir con estándares adecuados.

***A las 16:44 horas ingresó al salón de sesiones el señor José Rafael Brenes.***

Ante unas observaciones sobre el particular por parte de la señora Masís, el señor *Venegas* indicó que, al leer el documento objeto de análisis, interpreta que se está ampliando el conjunto de intermediarios y que quien quiera ejercer ese papel debe estar debidamente capacitado y cumplir con los requisitos que haya establecido el CONASSIF y que esa condición de intermediario le permite poder participar en los mercados organizados de valores. Al respecto, el señor *Villegas* aclaró que si, por ejemplo, una entidad aseguradora transará en el mercado de negociación directa, entonces estaría actuando como intermediario. No obstante, eso no quiere decir que se va a meter a la BNV a hacer negociaciones. No es que va a empezar a manejar carteras para terceros. ¿Por qué se le están incluyendo obligaciones como intermediarios a los fondos de inversión? Porque realizan una labor profesional de contacto con el público, no son meramente emisores. Son sujetos ampliamente regulados y se les va a aplicar, por tanto, una serie de normas de conducta, que se les aplicarán en forma directa. Esa es la idea. No es que los fondos de inversión vayan a darle el servicio a una empresa o a un tercero entrando a la Bolsa a realizar actividades como lo hacen los puestos de bolsa.

Éstos siguen teniendo su ámbito propio y a los demás, en la medida en que su operación sea como actividad propia, se les aplicará la normativa como intermediarios.

En torno a la definición del término de intermediación, el señor **Brenes** señaló que había una diferencia entre operar valores e intermediarlos. Esa es una primera diferenciación. La segunda es que no todos los valores se negocian igual. Ese podría ser un elemento que se está escapando en la definición de la Ley 7732. Para algunos tipos de valores, se mantiene la necesidad de hacerlo en un mercado organizado y regulado. Eso es básicamente renta variable. Entonces, para operar en un mercado organizado y regulado, se debe ser miembro de la BNV y, en consecuencia, tiene ciertas obligaciones. Por tanto, un banco, si bien puede hacer oferta de ciertos títulos, en realidad, no puede intermediarlos, porque no puede participar indirectamente en ese mercado particular. ¿Cómo se estarían viendo esos elementos? Sobre el particular, el señor **Elián** indicó que ese era un tema que, en algún momento, había discutido el grupo de abogados que ha estado a cargo de la redacción del borrador del proyecto de Ley Reguladora del Mercado de Valores, sometido en esta oportunidad. Se estuvo dicutiendo que los bancos entraran directamente a la BNV como si fueran puestos de bolsa. Pero la propuesta en discusión plantea que cada uno de estos va a entrar al mercado. Van a estar negociando entre ellos en algunos momentos y que es, además, importante verlos no como aseguradora o como una sociedad administradora de fondos de inversión, sino ver qué es lo que están haciendo al estar en esas negociaciones. Eso sólo se puede ver desde la óptica del intermediario. El señor **Brenes** señaló que no entendía la filmina que contiene la definición de intermediario financiero, específicamente la parte que dice: *“El ofrecimiento de servicios orientados a negociar, tramitar, gestionar, administrar u ordenar la realización operaciones con valores de OP, internacionales, IF, carteras colectivas o individuales, u otros activos financieros”*. Hay elementos que, desde su perspectiva, están relacionadas con el tema de asesoría. Un intermediario de valores es el que hace, lo que en la actualidad realizan los puestos de bolsa, en la parte de intermediación, es decir, ofrecer servicios, para comprar y vender títulos valores. Ahora, ¿en cuáles mercados una intermediario como el que se plantea puede participar haciendo compra y venta de títulos valores? En aquéllos para los que estén autorizados. Si no están autorizados para operar en una bolsa de valores de renta variable, pueden hacer oferta pública de intermediación con valores de renta fija. Es decir, quienes ofrezcan servicios para comprar o vender títulos, están haciendo oferta pública de intermediación y, por ende, debe cumplir con todo aquello que cumple cualquiera que haga oferta pública de intermediación. Si parte de los requisitos para hacer oferta pública de intermediación es, por ejemplo, tener un capital mínimo y tener un profesional especializado en asesoría, quien haga ese tipo de oferta, debe cumplir con esos dos requisitos. Inclusive, es diferente operar por cuenta propia, que operar para terceros. Quien opere por cuenta propia hace intermediación financiera, no hace oferta pública de intermediación. Esa intermediación financiera es en nombre de quien opera por cuenta propia y no en nombre de clientes. Esa es la diferencia.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Arias** para indicar que, a iguales funciones o servicios, iguales requisitos u obligaciones, no visto desde la óptica de la entidad que los brinda, sino desde la del servicio ofrecido. No le parece que la exposición del señor Brenes fuera encaminada a mantenerle a los puestos de bolsa ninguna condición de exclusividad. Debe tenerse presente que los bancos podrían operar sin intermediación de los puestos de bolsa en los mercados OTC que se están abriendo, con base en la propuesta de ley conocida en esta oportunidad. Sin embargo, es

importante, independientemente que sea en un mercado OTC o en uno *bursatilizado*, que los requisitos estén claros para cuando se opera por cuenta propia, en contraste de cuando se opera por cuenta de terceros. No es fácil la diferencia. Una cosa es un banco operando por cuenta propia su cartera de inversiones temporales y otra es un banco operando por cuenta propia, pero a nombre de terceros, o bien, a nombre propio por cuenta de terceros, cuando está operando para un fideicomiso bajo su administración, pero donde los bienes patrimoniales son de terceros. Son cosas distintas.

Después de varios comentarios al respecto, el señor **Arce** preguntó si había seguridad de que se estuvieran adoptando una definición correcta del término *intermediación*. Hay que recordar que la base del tema normativo dependerá mucho de la fortaleza de esa definición. También debe tenerse presente si se está definiendo apropiadamente la prestación de servicios, diferentes a lo que es intermediación. La otra gran parte del tema de conducta depende justamente de esos otros servicios. ¿Eso está bien abordado?

Volviendo a su presentación, el señor **Villegas** indicó que había dos obligaciones adicionales. Una obligación era certificarse y otra para inscribirse. La inscripción o actualización de la inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI) es requisito indispensable para actuar en el mercado de valores. La Superintendencia podrá ordenar a cualquier persona física o jurídica, que realice actividades o servicios del mercado de valores, su inscripción en el RNVI. Respecto a lo anterior, el señor **Arias** dijo que le producía un tanto de aprehensión que fuera un reglamento del CONASSIF el que le indicara a la gente cuáles eran los estudios que debían tener y que esa obligación emanara de una ley. Le parecería muy peligroso, desde el punto de vista de las responsabilidades que estaría asumiendo el sistema de regulación.

Para aclarar lo antes dicho, el señor **Villegas** señaló que, en cuanto al tema de la certificación, había un principio fundamental. Este principio es que quienes trabajen en el mercado de valores deben estar capacitados y, además, aspirar a un nivel de profesionalismo en toda su labor. Consecuentemente, deben certificar al personal e inscribirlo, excepto a aquellas personas que, por el tipo de tareas que llevan a cabo, no es necesario inscribirlas, o bien, porque no tienen ninguna vinculación con los inversionistas ni con labores técnicas, etc.

Ante una consulta del señor **Brenes** en cuanto a en qué funciones debería tenerse una certificación, el señor **Villegas** dijo que la certificación era para todo aquel que hiciera contacto con el público, que vendiera, que dieran asesoría y que estuviera en contacto con sistemas. Cabe destacar que esto está en la ruta, en el sentido que se debía profesionalizar el mercado. El principio en el cual se está basando la ley es que todos deben certificarse e inscribirse, excepto en aquellos casos en los cuales el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero expresara lo contrario. La BNV había planeado que se hiciera diferente. Sugirió que sólo se inscribiera quienes el CONASSIF así lo indicara.

Por su parte, la señora **Masis** manifestó que se estaba planteando eliminar la figura del corredor. Sin embargo, más adelante se plantea el tema del asesor. Se está indicando, además, que toda la parte de la asesoría viene a tomar fuerza en la nueva propuesta de Ley Reguladora del Mercado de Valores. Si se habla de quienes son los

funcionarios que deben tener algún tipo de acreditación o de capacitación más técnica, es importante también establecerlo. En la actualidad, quien tiene la relación directa con el cliente y quien lo asesora, es el corredor de bolsa. Debe tenerse mucho cuidado en qué tan amplio es lo que se está mencionando en la propuesta, pues, para una empresa hablar de ese nivel de tecnicidad podría resultar un tanto complicado. No es sencillo. Es costoso y no tiene mucho sentido. Podría, inclusive, resultar inmanejable.

En línea con lo antes expuesto, el señor **Arce** indicó que, actualmente, había un gran peso de responsabilidad en la regulación y en la legislación sobre el corredor de bolsa. Si el peso regulatorio y el peso normativo fueran a recaer sobre la organización más que sobre la persona, los sistemas de certificación individuales no tendrían mucho sentido. Después de hacérsele ver que el peso recaía sobre ambos, el señor **Arias** agregó que quizás era cuestión de enfoque en cuanto al objetivo de profesionalización del mercado. Sin embargo, no comparte que ni en una ley ni en un reglamento se les diga a los intermediarios cuáles son los requisitos que deben cumplir las personas para que se les considere idóneos. Parte de los pesos y contrapesos está en la claridad de cuáles son las responsabilidades frente a las actividades que realicen. El objetivo de profesionalización del mercado se puede buscar. El que esté así establecido en la ruta o no, no implica que deba hacerse de esa manera. Le parece sumamente riesgoso el que sea por regulación y con un mandato expreso de ley el que se le diga a los intermediarios, sin ninguna diferenciación de lo que vayan a realizar, cuáles son los requisitos que debe cumplir su personal. Al respecto, el señor **Brenes** indicó que, cuando se hablaba de profesionalización de la industria, no se estaba pensando en dar títulos, sino, más bien, en mejorar la calidad de servicios que va a dar. Siguiendo la línea de lo que se ha discutido en este Consejo, es importante empezar donde corresponde. Es decir, por determinar cuáles son las obligaciones de aquel que brinda asesoría, o bien, las obligaciones que asume alguien que está teniendo acceso a un sistema transaccional. En el caso de asesoría, si se dice que es responsabilidad del puesto de bolsa o del intermediario que está brindando asesoría, asegurarse de la idoneidad de los profesionales que brindan asesoría. Es responsabilidad de quien esté dando el servicio tener la posibilidad de probar que está cumpliendo con su obligación. Muchas veces lo que puede pasar es lo que pasa en algunas instituciones, donde el requisito es tener un título; no que sepa. Hay que establecer las obligaciones y después hay que establecer formas en que eso se cumpla.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Arce** para manifestar que se debía saber dónde estaban las obligaciones. Si se va por una vía en donde los estándares se van a ir determinando por el desincentivo en el cumplimiento de las obligaciones, es probable que haya que resguardar en el nuevo proyecto de ley que las responsabilidades sean bastante mayores sobre las organizaciones, que sobre las personas. Lo anterior para que aquéllas tengan los incentivos para asegurarse de que su gobierno corporativo y sus operaciones estén bien desarrolladas. En ese sentido no se podría argumentar, por ejemplo, que el corredor o que el asesor de ventas tuvo la culpa de todo. El puesto de bolsa debería ser responsable absolutamente, porque, de otra manera, se quedaría en el peor de los escenarios. De esa manera, sin caer en problemas de definir qué es ser idóneo o no, se crearían incentivos para que alguien tenga que asegurarse de la capacidad de sus funcionarios.

Después que del señor **Villegas** indicara, en lo medular, que la SUGEVAL y el CONASSIF podrían asumir un papel de facilitadores definiendo ciertos

estándares, el señor **Arce** hizo hincapié en que eso no funcionaba de ese modo, porque, a fin de cuentas, a la hora de hacer la regulación y la normativa, se requerirá de elementos objetivos. Él preferiría tener poder sancionatorio ante casos de comportamientos inapropiados de la industria, en lugar de estar certificando gente o estar diciendo cuál certificación es positiva o no. De hecho, históricamente, los temas de certificaciones siempre han sido un tema complejo en el CONASSIF porque, actualmente, existen certificaciones para vendedores de fondos, para operadoras de pensiones, etc. El tema es qué es lo que funciona. Lo que funciona es lo que solucione el problema de conducta. Éstos no se van a resolver por esas certificaciones. Se van a resolver siendo más estrictos.

Al respecto, la señora **Masís** señaló que, al hablarse de profesionalismo, si bien el grado académico, los títulos y la capacitación era importante, se debe tener presente, si van a haber certificaciones adicionales, quién las va a extender y cómo se van a obtener. En la actualidad, los corredores tienen su certificación y deben cumplir con una serie de actualizaciones durante el año. Ciertamente, hay mucha oportunidad de mejora para asegurarse de que los asesores y los profesionales encargados de la atención del cliente estén mucho mejor capacitados y que eso ayude muchísimo al desarrollo del mercado. En resumen, cuando se habla de profesionalizar el mercado, se debe tener muy claro qué es exactamente lo que es eso, en términos de acreditación, títulos, de capacidad.

Ante lo señalado previamente, el señor **Rosales** indicó que, a este punto la pregunta que surgía era si ese tema debería incluirse en la ley. Si la respuesta fuera positiva, el segundo cuestionamiento es si debería ser tan amplio como se plantea ahí. Pareciera que, para la industria, podría ser costoso que sea tan amplio. También podría no ser idóneo que se plantee tan detallado y tan específico como está ahora la propuesta de ley. Luego que la señora **Masís** indicara que, en su criterio, eso no debería estar a ese nivel, pero sí tenerlo claro a la hora de reglamentarlo, el señor **Rosales** gregó que la ley debería plantear algún lineamiento general sobre la vinculación de temas de conductas, con el de profesionalización del mercado. A todas luces, recalcó, es un tema que habrá que discutirlo con más profundidad.

Aunado a lo señalado por el señor Rosales, el señor **Arias** apuntó que parecía más sensato verlo desde el punto de vista de las conductas en la ley y que, por consiguiente, en el capítulo de sanciones se relacione adecuadamente esas conductas que no son admisibles con un conjunto de sanciones claras, eficientes y que no tengan los eventuales problemas de las actuales. La idea es que no sean sanciones irrisorias, ni excesivamente rígidas, ni tan extraordinariamente desproporcionadas que expongan al sistema a convertirse en sujeto de litigios o de demandas.

Por su parte, el señor **Arce** señaló que el tema de certificaciones no sólo es un tema de costo para la industria. Lo que se está tratando es que este sector añada más valor a sus clientes. Habría que ver también si pedir certificaciones o requisitos añade o no valor a la regulación, es decir, si sirve para algo. Su sensación es que no aporta mucho, si no viniera acompañado de otros elementos que efectivamente promuevan la profesionalización en las organizaciones. Al fin de cuentas, se puede tener certificado al corredor de bolsa, pero quien realiza las transacciones es otro, el que atiende al cliente es otro. No es el corredor de bolsa; es el vendedor. El tema es cómo

funciona la organización como un todo; no que cada parte tenga certificados ni requisitos de participación determinada.

Al respecto, el señor *Arias* dijo que, al final, la regulación debía establecer con claridad qué era lo que se pretendía, destacando que, en todo caso, lo que se pretendía era, en realidad, un mercado organizado, profesional y que agregue valor. Se debe especificar cuáles son las sanciones y si hay condiciones inadecuadas. No es procedente, sin embargo, que la ley ni el reglamento les indique a los intermediarios las características y condiciones que debe tener su personal, independientemente de que haya un resabio cultural al tratar de hacerlo.

Ante una consulta sobre el particular por parte del señor Pablo Montes de Oca, el señor *Arce* dijo que tal vez era procedente que la entidad que da el servicio sea quien se asegure de la idoneidad de los profesionales encargados. Para esos fines, claro está, deberían tener políticas claramente definidas y mecanismos de control. Esa es la inteligencia de una regulación práctica, porque la entidad asume la responsabilidad. Es más que simplemente poner como requisito el curso de bolsa. El asunto es cómo instituir eso en una ley.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor *Arias* para manifestar que había un artículo en la Ley Reguladora del Mercado de Valores, que decía que los puestos de bolsa eran responsablemente solidarios por todas las acciones diligentes o dolosas de todos sus funcionarios o empleados. Lo que pretendía esa norma era instar a los puestos de bolsa a que se preocuparán por la gente que contrata, por lo que ésta sabe y cómo lo aplica.

Retomando su exposición, el señor *Villegas* dijo que únicamente las personas físicas y jurídicas inscritas en el RNVI podrían realizar las actividades y servicios del mercado de valores señaladas en la ley. Los intermediarios serán responsables en caso de que funcionarios de su empresa realicen funciones para las que no están previamente certificados ni inscritos en el RNVI, o encontrándose expulsados, suspendidos o sean objeto de una medida de suspensión preventiva. Los intermediarios serán responsables ante la Superintendencia de la selección, formación, y capacitación continua de sus funcionarios. En cuanto a las normas de conducta de intermediarios, se podría hablar que los intermediarios no podrán disponer de los recursos recibidos de un cliente o de sus valores para fines distintos de los ordenados o contratados por éste, a excepción de lo señalado en la ley. Los intermediarios no podrán celebrar operaciones en las que se pacten condiciones ni términos que se aparten significativamente de los sanos usos y prácticas del mercado. La Ley Reguladora del Mercado de Valores de México establece esa misma disposición, pero le agregó que si no la pueden ubicar en una cuenta, la pueden colocar en un reporto en valores públicos a corto plazo. Sobre el particular, el señor *Arias* dijo que parte de la dificultad que tenían los puestos de bolsa era que las figuras que estaban actualmente en funcionamiento, no establecían la posibilidad de que los puestos de bolsa abrieran una cuenta a nombre de esos clientes, en los cuales el único ordenante fuera el puesto de bolsa. Es decir, ¿qué es lo que se pretende proteger con que la plata no quede en las cuentas del puesto de bolsa? Entre otras cosas, que un embargo al puesto de bolsa no se lleve recursos de terceros, es decir, de los inversionistas. Lo óptimo sería pasarlo a vehículos que tengan independencia jurídica del intermediario. Lo que pasa es que, cuando se abren cuentas en los bancos, ¿cómo se deberían abrir? Se debería abrir, de manera general, una cuenta a nombre de

quién, para que quede independiente del riesgo de embargo para el puesto de bolsa. Si se pudieran abrir cuentas a nombre de los inversionistas, se podría poner el dinero de cada inversionista y lograr esa independencia. No obstante, la preocupación de los puestos de bolsa es cómo recuperar el dinero, una vez que se concreta la transacción, para hacerlo operativamente eficiente y no caer en los riesgos de incumplimiento de operaciones. Entonces, parte de la dificultad está en que no existe la posibilidad de que el puesto de bolsa, en representación de su cliente, le abra una cuenta digamos en una entidad bancaria, en donde el titular de la cuenta es el cliente, pero el ordenante de la cuenta es el puesto.

El señor **Villegas** señaló que la norma pretendía que, en aquellos casos en que hay operaciones que, evidentemente, se apartan de un estándar sano, que se pueda sancionar eso, de alguna forma. Más que ejemplos, son conceptos jurídicos indeterminados. El señor **Arias** preguntó si había una lista taxativa de normas de conducta que se estaban considerando inadecuadas. A ese respecto, el señor **Villegas** dijo que efectivamente había un capítulo de normas de conducta. Intentó, en todo caso, extraer las más relevantes para intermediarios. Retomando su exposición el señor **Villegas** se refirió al tema de responsabilidad. Los intermediarios responden frente a sus clientes de los actos realizados por sus directivos, apoderados y funcionarios, en el cumplimiento de sus funciones, sin perjuicio de las responsabilidades administrativas, civiles o penales en las que ellos incurrir personalmente. En cuanto a la obligación de diligencia y transparencia, cabe destacar que éstas son obligaciones de tipo general. Hay que ser diligente y transparente. Hay que cuidar los intereses de los demás como si fueran los propios. El sentido de esto no es que una persona vaya e intente ganarle al mercado. Aquí se está hablando, más bien, de sanos usos y prácticas de mercado. Es decir, esto es para regular cuando se ve que hay una actitud ilícita en la persona que está ejecutando la operación, que empieza a colocar en cierto ámbito donde no es normal para un mercado, no en términos financieros, sino en términos de conducta.

En esa línea, el señor **Arias** dijo que, en el pasado, con la aplicación de los reglamentos generales de la BNV, que eran autorizados por el Banco Central de Costa Rica, siempre quedó la inquietud de si todo el capítulo de conductas indeseadas y de sanciones debía ser revisado por especialistas en derecho penal y en derecho constitucional. Parte de la dificultad es que quedan normas que lo que hacen es permitir que haya conductas que no calzan en ningún lado y no son lo suficientemente indeterminadas para que incluirlas ahí. Preguntó, por tanto, si había especialistas en derecho constitucional revisando el texto, a fin de evitar eventuales recursos en la Sala Constitucional. Debe tenerse presente que ha habido ciertas acciones en la Sala I que, en opinión de muchos abogados, era muy obvio que había una desproporción o una situación de exceso, que pudo haberse corregido con una mejor redacción.

El señor **Arce** señaló que el exceso sancionatorio probablemente podría llevar a esos casos. Eso habría que corregirlo. Las sanciones desproporcionadas son las más complicadas. De alguna forma, la ley debe ser lo suficientemente amplia respecto de las conductas que se deben perseguir, pues, de otra manera, sería imposible ayudar al sistema financiero. El elemento medular no es en el dinero de la persona, sino también la sanción de una conducta inapropiada, por un elemento que más allá de un tema comercial.

Asintiendo con lo señalado por don José Luis, el señor **Brenes** dijo que, efectivamente, era mucho más sencillo sancionar conductas específicas, que conductas generales. Sin embargo, hay que *objetivizarlas*. Hay que trabajar en esas dos cosas de manera directa, es decir, a) daño directo al inversionista y b) conductas. No le parece correcto que, por ejemplo, cuando se hace una revisión de un puesto de bolsa, se le sancione porque de las 214 boletas que tramitó el cliente, había una que no estaba firmada. Claramente, ahí no hay una conducta nociva. Puede haber un error de control y eso se puede solucionar diferente. Entonces, ¿cómo hacer para determinar qué cosas son relevantes y que, por ende, deben sancionarse? Eso es algo a lo que hay que dedicarle un análisis más concienzudo. Ésta es la parte central de lo que es la responsabilidad, inclusive, del propio Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero. En ese orden de ideas, el señor **Arias** dijo que, desde su perspectiva, debería haber una mayor claridad, por lo menos en los alcances de la ley, de cuáles son las conductas que efectivamente dañan al mercado y cuáles son las que generan una lesión patrimonial individual. Uno de los elementos que hace interesante la situación jurídica actual, es que hay ocasiones donde las sociedades administradoras de fondos de inversión o los puestos de bolsa podrían llegar a un acuerdo de solución patrimonial en el mejor interés del inversionista. Sin embargo, no lo hacen, porque temen que ese sea una aceptación de culpa y que, eventualmente, les lleve a una sanción disciplinaria. Es importante prever ese punto en la nueva ley, porque, a fin de cuentas, en muchos casos, la gente termina recurriendo a la Superintendencia General de Valores a presentar denuncias, como una forma de agregar elementos de juicio ante un eventual litigio de tipo penal o civil. Hay intermediarios que no llegan acuerdos, porque podría ser eventualmente considerado como una aceptación de que efectivamente hubo una acción que deba ser sancionada ahí. Ayudaría mucho, en el ejercicio de las labores de supervisión, si hubiera no una lista taxativa, sino una manifestación en el sentido de que, cuando el problema es específico entre las partes, si éstas llegan a un arreglo, que éste se respete como solución de ley. Sólo en los casos en donde se considere que hay una conducta que violenta las sanas prácticas del mercado, el que se llegue a un acuerdo entre partes no es suficiente y que, por tanto, la SUGEVAL tenga que actuar de oficio, sea que hubiera o no hubiera denuncia.

El señor **Villegas** indicó que había una norma propuesta que decía lo siguiente:

*“En caso que el Superintendente determine que la actuación en que incurrió el presunto responsable es subsanable mediante acciones correctivas, podrá, siempre que no se haya visto afectado el interés general de los inversionistas, la transparencia del mercado o la correcta formación de precios, no iniciar un procedimiento sancionatorio o archivar un iniciado, una vez que se demuestre el cumplimiento de las acciones correctivas.*

*En los términos del párrafo anterior, cuando la actuación implique eventuales daños o perjuicios a uno o varios inversionistas, el Superintendente podrá disponer de la acción, cuando medie arreglo entre el presunto responsable y los inversionistas supuestamente afectados, el cual no implica la aceptación de la responsabilidad por parte del supuesto infractor. En ese caso, las partes deberán aportar al procedimiento, copia certificada del arreglo.*

*La sola existencia de arreglo entre el presunto responsable y el inversionista*

*supuestamente afectado no implica necesariamente la disposición de la acción por parte del Superintendente. Cada caso debe ser analizado, a la luz de lo dispuesto en párrafo primero de este artículo. El Superintendente General de Valores debe informar al Consejo de los casos en que haga uso de la potestad de disponibilidad de la acción.”*

Volvió a hacer uso de la palabra don **Carlos Arias** para manifestar que las sanciones establecidas en la ley estarían en función de las conductas. La gran pregunta es: ¿cuál es el interés que se persigue? Si sólo hay una lesión a un inversionista y si ese inversionista llega a un acuerdo con el intermediario, la pregunta es si la Superintendencia debe de seguir adelante, independientemente de que la sanción sea o no económica. En los casos en que se lesione el interés público, haya o no arreglo, eso va a parar el proceso sancionatorio.

**A las 17:50 horas se retiró el señor José Rafael Vargas Brenes del salón de sesiones.**

Por su parte, el señor **Arce** dijo que, en regulación de mercados, habría que tener mucho cuidado de que la resolución de las partes individualmente no debilite el marco sancionatorio. Su criterio es que los casos en donde un conflicto entre partes termina todo el proceso, deberían ser los mínimos. Lo que motiva la acción de los reguladores, no es el dinero que perdió el inversionista, sino el daño que pudo haber hecho el intermediario actuando oportunista o inapropiadamente, sobre el mercado.

El señor **Montes de Oca** dijo que, en la situación actual, cuando la Superintendencia informaba la apertura de un proceso, señalaba lo que establece la ley y que podía conducir al cierre del negocio. Eso es tan grave que, por sí sólo, puede hacer desaparecer esa entidad. Excepto ciertos elementos que se deberían puntualizar, esto debería estar más asociado a multas. Claro el asunto sería diferente si hay de por medio una cuestión delictiva institucionalizada. En ese orden de ideas, el señor **Arias** señaló, entre otros aspectos, que no en todos los casos pretender la participación de la SUGEVAL era porque había normas que estuvieran afectando el mercado. Hay muchos casos de litigios puntuales, donde la Superintendencia se mete y, al final, termina generando sanciones de tipo conductual. Ahí también hay un riesgo que vale la pena revisar. Quizás sea procedente que, para efectos de un poder tan amplio, el Superintendente presente una política para conocimiento o para aprobación del CONASSIF. Es que el poder que se está otorgando a nivel de la propuesta de ley es muy amplio.

Después de algunos comentarios que se suscitaron al respecto, el señor **Arce** apuntó que la interrelación entre mercados era un aspecto distinto del que se estaba discutiendo. Su preocupación es que los intermediarios, en general, tienden a ver las sanciones del mercado de valores o los mercados en general, como un conflicto monetario que, una vez resuelto con el cliente, se acaba. Puede ser que, en algunos casos, eso es posible. Sin embargo, la regulación de los mercados financieros trasciende ese componente.

Entre otras cosas, el señor **Villegas** manifestó que, desde su perspectiva, en la medida en que se estuviera creando un mecanismo que facilitara los arreglos y en

que la gente empezara a sentir el peso de esos arreglos directamente en sus bolsillos, serían mucho más estrictos internamente con la parte de conducta de sus funcionarios.

Por su parte, el señor **Arce** hizo hincapié en que no estaba pidiendo que se eliminara la redacción. El artículo le parece bueno. Sin embargo, le parece que los reguladores van a estar observando con mucho cuidado, cómo se utiliza ese elemento. Personalmente, por ejemplo, no le parece adecuado que los temas de conducta se resuelvan con soluciones privadas. Su percepción es que no son tan frecuentes los casos que se resuelven sólo con un acuerdo entre partes, pagando a alguien lo que aparentemente perdió. El señor **Arias** señaló que esos casos deberían de ser del conocimiento del CONASSF, para tener a un tercero involucrado que le dé supervisión a ese interés colectivo y que no sea la opinión exclusivamente del Superintendente. Hay dos posibilidades para determinar conductas inadecuadas. Las que se originan en las denuncias de los inversionistas y las que se originan en los procesos de supervisión de las superintendencias. Sin embargo, hay casos que no llegan al conocimiento de la Superintendencia, porque se llegó a un arreglo previo. Lo que llega a la Superintendencia es porque no se llegó a un arreglo previo. Entonces, esa posibilidad, al menos, lo que hace es transparentar, en el sentido de que si no hay un daño a la colectividad, se acepta.

Acto seguido hubo un amplio cambio de impresiones sobre el particular, dentro del cual sobresalió una acotación del señor **Arce** en el sentido que el esquema actual no le parecía mal, porque, en primer lugar, el CONASSIF confía en sus superintendentes. Al mismo tiempo, no obstante, está vigilante de las medidas que adopten las superintendencias y sus jerarcas. El mecanismo de información expost es el incentivo apropiado para estar pendientes de cuándo se puede desvirtuar esa medida. Su temor es que, al final de cuentas, eso se convierta en la generalidad.

Por su parte el señor **Villegas**, indicó que la norma era clara, en cuanto a que el simple acuerdo entre un sujeto privado y un operador y la empresa y el puesto o una sociedad administradora de un fondo de inversión no implicaba que el superintendente tuviera la obligación de aceptar el arreglo. El Superintendente puede seguir adelante con el proceso. Sobre el particular, el señor **Arias** aclaró que el artículo expresamente separaba las posibilidades en dos grandes grupos, primero, aquellos donde no había un daño más allá que el interés particular del individuo que está interviniendo en el acuerdo y, segundo, aquéllos donde, independientemente de que fuera un individuo particular el que participaba en el acuerdo, había un daño al interés colectivo. Actualmente, existe la posibilidad de que se llegue a un acuerdo en una situación donde no hay un daño al mercado o la colectividad. Es una situación específica de la relación del intermediario con su cliente.

***A las 17:59 horas se retiró del salón de sesiones el señor Héctor Mauricio Ávila.***

Al tener una definición donde el Superintendente tenga que evaluar que no haya daño a la colectividad y si se llega a un acuerdo, el asunto llega hasta allí. Llega hasta allí desde el punto de vista del interés de la Superintendencia. Ahora, si ésta considera que sigue habiendo un interés genuino de un tercero, que es la colectividad, entonces no aceptará el acuerdo y seguirá adelante. Iniciará el proceso de investigación que requiera.

Después que el señor *Villegas* indicara que era importante que, una vez que el Superintendente hiciera un acuerdo, lo trajera al CONASSIF, para que éste evaluara si era o no adecuado, el señor *Montes de Oca* apuntó que todo esto no era sólo del interés regulador. El participante debe estar interesado en que esas conductas no se permitan. ¿Por qué? Primero porque es una acción indebida y porque, además, posiblemente le permitió asumir cuotas de mercado, de una forma indebida. Por su parte, la señora *Masís* manifestó que los intermediarios también tenían interés que esas conductas no se dieran, sobre todo, porque eran responsables de cómo actuaban sus corredores con los clientes. Sin embargo, le preocupa que cuando se habla de esas situaciones, se parte de que el intermediario tiene una conducta inadecuada. Muchas de las denuncias de los inversionistas vienen por alguna variación en el mercado. También, muchas veces se juzga al intermediario, sin siquiera haberle dado la oportunidad de defenderse. Eso causa mucho daño. Es casi una sanción. Si de lo que se está hablando es de poner la verdadera dimensión de lo que está pasando en el mercado, habrá que “nivelar la cancha”. A los intermediarios les interesa demostrar que está haciendo las cosas correctamente.

Considerando las posiciones antes expuestas, el señor *Villegas* dijo que tal vez lo procedente era incluir en la ley que no existiera la obligación de informar la apertura de los procesos como hecho relevante. Si no se pusiera, habría que informarlo. Concuenda en que informar mediante hechos relevante la apertura del proceso se convierte en un golpe importante para los participantes y, en algunos casos, los procesos terminan siendo totalmente favorables a las empresas y a los corredores denunciados.

Retomando su exposición don *Elián Villegas* dijo que el siguiente tema era el relativo a las obligaciones de información. Básicamente ese establece que los intermediarios deben mantener informados adecuadamente a sus clientes. Esas obligaciones son continuas, mientras el cliente se mantenga como inversionista del intermediario. También dice que la información dirigida a los clientes debe ser imparcial, clara y no engañosa. Hay otra parte de la norma que dice que la publicidad debe claramente decirse que es publicidad, que no es meramente consejo de inversión que se le está dando a la gente. Cuando se habla de información, también incluye el tema de los clientes potenciales. Si se le da información a un potencial inversionista, ésta debe ser veraz y comprensible. Además, debe incluirse el tema de gastos, de riesgos e indicarse qué es lo que concretamente se le está ofreciendo, para que ese inversionista potencial pueda tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa. También se habla de orientaciones y de advertencias apropiadas sobre riesgos asociados a tales instrumentos e estrategias y de informes adecuados sobre el servicio prestado. Cuando se hayan brindado servicios, se deberán incluir los costos de las operaciones y de los servicios realizados por cuenta del cliente.

**Se dio por recibido.**

**18:23 finalizó la sesión.**