

# Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense

Minuta del 15 de julio de 2013

Acta de la sesión doce-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 quince de julio 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 Roberto Vengas, señor Héctor Mauricio Ávila en presentación del señor Edgar Robles, el señor Manrique Sáenz en representación del señor Ministro de Hacienda, el señor Ricardo Hernández en presentación del señor José Rafael Brenes, así como con el señor Julio Rosales, en calidad de Secretario Técnico del Consejo y el Señor Elián Villegas como invitado.

El señor Carlos Arias y el señor Édgar Robles no estuvieron presentes, con anterioridad se excusaron, debido que tuvieron que atender compromisos previos adquiridos y situaciones no previstas.

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

Se aprobó el orden del día.

## **PUNTO 2.** *Aprobación de Minuta 29-04-201.*

Se aprobó la minuta de la sesión celebrada el 10 de junio del 2013, copia de la cual se distribuyó oportunamente a los integrantes de éste.

## **PUNTO 3.** *Presentación de avances del borrador de la nueva ley reguladora del mercado de valores.*

De conformidad con el orden del día, se le cedió la palabra al señor **Elián Villegas**, para que hiciera una presentación sobre los avances del borrador de la nueva *Ley Reguladora del Mercado de Valores*.

El señor **Villegas** inició su exposición, comentando, entre otros aspectos, que los puntos medulares de su presentación serían: a) los mercados primarios y b) los mercados secundarios. Destacó que, en cuanto al primero de los temas, hablaría un poco sobre valores e instrumentos financieros, oferta pública y oferta privada y que, en lo

atinente al segundo, daría detalles en torno al tema bursátil y lo relativo a la negociación directa.

Explicó que, a lo largo de la nueva Ley se utilizará el concepto de *valores e instrumentos financieros (IF)*. Sin embargo, hay que tener claro que la regulación legal es, fundamentalmente, sobre valores y lo que se da es una apertura para que el mercado pueda desarrollar y negociar IF.

Por otra parte, dado que la oferta privada se ha vuelto relevante en el mercado costarricense, lo que se busca con la nueva Ley es hacerla más transparente, ampliando la regulación existente y estableciendo la posibilidad de que tanto los fondos de pensión, como los fondos de inversión puedan invertir en este tipo de instrumentos. En la actualidad, éstos sólo pueden invertir en oferta pública.

Acto seguido, se suscitó un extenso cambio de impresiones, en cuanto a la conveniencia o no de que los fondos de pensión y de inversión inviertan en instrumentos de oferta privada. En este sentido el señor **Villegas**, indicó que la idea es establecer un límite del 3% del activo de aquéllos, a fin de limitar los riesgos. Por su parte, el señor **Arce** mencionó que no tendría inconveniente con la propuesta, en el tanto la nueva Ley sea lo suficientemente amplia, para que el correspondiente órgano fiscalizador defina, normativamente, las características y componentes que deberían cumplir los entes bajo su supervisión, para inversiones en instrumentos privados. Pero desde su perspectiva, que la nueva Ley fije un porcentaje para esos fines, podría resultar contraproducente. También, destacó que debe tenerse en cuenta el tema tanto de conducta, como de conflictos de interés. En lo particular, le parece equivocado permitir que el grupo financiero de la operadora sea el mismo que estructure o que contribuya en el proceso de estructuración de la oferta privada.

Continuando con su exposición, el señor **Villegas** dijo que, en lo atinente a regulación de oferta pública, se propone hablar de *ofertas públicas*, para cuyos efectos, se establecieron cinco regímenes diferentes. El primero sería un régimen general (OPG), donde irían todos los emisores que así lo quieran y dirigido a todo el público. Habría un régimen especial, que podría tener tantas variaciones como el CONASSIF reglamente y que, en lo esencial, disminuiría la cantidad de requisitos que se establecen para la OPG, pero manteniendo la obligatoriedad de la autorización previa. Un tercer régimen tendría, como característica principal, que no requeriría de autorización previa. El cuarto sería un régimen especial para pequeñas y medianas empresas, como un mecanismo de democratización del mercado, pero, además, como la puerta de entrada para nuevos emisores de un tamaño más reducido. Finalmente, el quinto régimen tendría que ver con la emisión del gobierno y las instituciones públicas. Destacó que el sector descentralizado, esto es, las instituciones autónomas, las municipalidades y cualquier otra institución o

empresa pública, cuyo fondeo no provenga del gobierno central, tendría que cumplir con el trámite de inscripción general establecido en el artículo 8 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, Ley 7732.

El señor **Venegas** indicó que, desde su perspectiva, tal vez se estaban incluyendo muchos regímenes. En el tercero, por ejemplo, tiene claro a quién se le da el beneficio. Es decir, a cuáles empresas sí y a cuáles no. En lo atinente al segundo régimen, cabe destacar que los inversionistas quizás quieran ver cosas más estándares. Por tanto, a este régimen, como son instituciones financieras, tal vez se le debería poner a operar bajo el esquema del tercer régimen; que no pase por un régimen de autorización. Claro está, siempre que cumpla con la entrega de la información que normalmente se les pide. De todos modos, no es mucha. Quizás se deban simplificar algunos elementos que tienen los prospectos, por lo demás, todo lo demás es totalmente cumplible y no ve por qué no deberían ponerse esos requisitos de información

Seguidamente, se suscitó un extenso cambio de opiniones sobre los distintos regímenes explicados por el señor Villegas, luego de lo cual el señor **Arce** preguntó si, en torno al tema de *no autorización previa* mencionada en el tercero de los citados regímenes, no era más importante el lado del comprador, que la oferta pública en sí misma. A ese respecto, el señor **Villegas** indicó que ciertamente era más importante el lado comprador. Sin embargo, los sistemas de esa naturaleza, en algunos casos, disminuyen los requisitos, para que el emisor entre al mercado, siempre que venda sólo a un determinado grupo de compradores. Así se les da una restricción. Al final, terminará siendo un prospecto más simplificado. También comentó sobre un trabajo realizado por el señor Clemente del Valle, en el que se habla sobre lo que el señor del Valle denominaba *Regímenes Híbridos de Oferta Pública*. Varios países utilizan diferentes mecanismos. En la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores, se estarían replanteando esas ideas.

Por su parte, el señor **Sáenz** preguntó qué caracterizaba el quinto régimen señalado, esto es, el relativo a la emisión del gobierno y las instituciones públicas, a lo cual el señor **Villegas** indicó que ese era, más bien, el régimen actual, que implica que ni el gobierno ni las instituciones públicas están obligadas al registro. Ahora bien, en la nueva Ley se estaría incluyendo una obligación para el Ministerio de Hacienda, en el sentido que, al 31 de marzo de cada año, rinda un informe tipo prospecto ante la Superintendencia General de Valores, donde plantee la situación financiera del país.

Acto seguido, el señor **Arce** hizo una observación, en cuanto a que la oferta pública debería ser una sola y no debería haber derivaciones de ésta. Esta oferta debería tener un requerimiento básico de información. Desde su perspectiva, se debería eliminar la parte que implica valoración, de parte de la SUGEVAL, de elementos que deberían ser, más bien, del resorte de quien invierte, respetando, claro está, que debe haber información

adecuada y se debe mejorar el tema de conducta, analizando lo relativo a conflictos de interés, etc.

En ese orden de ideas, el señor **Rosales** indicó que, a nivel internacional, lo que se ve son *oferta pública*, *oferta privada* y *ofertas híbridas*. Ahora bien, lo ideal es tener claro si el concepto de *ofertas híbridas* responde a un tema meramente de información o si, por el contrario, hay otros criterios que deben tomarse en cuenta para definir cuáles son esas ofertas híbridas. Al respecto, el señor **Villegas** aclaró que el término de *ofertas híbridas* era un concepto propuesto por el señor Clemente del Valle, que, en realidad, no se trata de un criterio técnico. De lo que sí se habla es de *oferta pública*, la cual se divide en distintos esquemas. Dentro de la *oferta híbrida* lo que están conceptualizados son diferentes esquemas de *oferta pública*, que tienen diferencias en el grado de información que se suministra y que está en función del destinatario (a quien se dirige). Normalmente, lo que se hace es que, a menor requerimiento de información por parte del regulador, más sofisticado es el inversionista final. Así las cosas, lo que se puede hacer es poca información, inversionista final muy sofisticado y, luego, agrego información y permito que el producto salga a un mercado secundario más abierto. Es ahí donde se puede pensar en que ese tipo de esquemas permitirían construir, en la reglamentación, una política regulatoria más amplia.

Por su parte el señor **Venegas** señaló que él había tenido experiencias en procesos de oferta pública y en algunas de oferta privada. En su opinión, en una oferta privada se deberían seguir los estándares de las ofertas públicas. Ahora bien, no está pensando en una oferta privada que va a comprar un fondo de pensiones. Más bien, está pensando en una oferta privada que va a ser comprada por menos de cincuenta inversionistas en un puestos de bolsa, para cuyos efectos, debería haber un prospecto, de forma similar a como se construye el prospecto para una oferta pública. A todas luces, hay muchos elementos que se podrían eliminar, por ejemplo, los mecanismos de colocación. En un prospecto no deberían estar. Debería remitirse nada más a la regulación básica. El resto de la información, a saber: información del emisor, de la emisión, del proyecto que se va a financiar, los riesgos, análisis de cifras, estudios que se hayan hecho al respecto. Eso es lo mínimo. Lo básico debería permanecer. No se podría eliminar. El señor **Villegas** comentó que, a nivel profesional, también había participado en ofertas públicas y en ofertas privadas. Señaló que conoce una oferta privada que se hizo en el 2012, la cual contaba con calificación de riesgo y con prospecto. Eso es lo más normal, porque, cuando se vende una oferta privada, los inversionistas van a pedir con mucha más razón, toda la información que éstos estimen necesaria. De igual manera, en un esquema como el antes propuesto, si se piensa en una oferta dirigida a inversionistas institucionales, cuando se tengan conversaciones con el comité de inversionistas del fondo de pensiones, los jefes de éstos van a pedir toda la información que crean oportuna y si el emisor mostrara, por ejemplo, un año de estados financieros, probablemente le van a pedir dos o tres años hacia atrás. Los

inversionistas querrán ver cuál es el histórico. Así las cosas, personalmente, no estima que la información sea un problema tan significativo.

En este orden de ideas, el señor **Arce** hizo hincapié en que debería haber sólo un tipo de oferta pública, la general, con ciertos requisitos mínimos de información. El tema de las ofertas está pensado, desde su perspectiva, desde el lado de la demanda, para que haya inversionistas que las compren. Ahora bien, ese es un elemento que no corresponde a este marco regulatorio. Es del resorte, más bien, de otro marco legal y de la regulación de otros participantes del mercado. Insistió en que la oferta privada podría comprarla quien quiera, en el tanto quien lo haga sea capaz de analizarla de manera adecuada, siempre que quienes estructuren la emisión y la coloquen, estén sujetos a regulación y se pueda determinar que no haya conflictos de interés y que hay buena revelación de datos y demás aspectos de transparencia.

Por su parte, el señor **Rosales** indicó que establecer por medio de la ley cinco regímenes de oferta pública, lo cual podría verse en la actualidad como una flexibilización de lo existente, con el transcurso del tiempo podría convertirse en una especie de “camisa de fuerza”. En lo personal, preferiría que sea el CONASSIF el que defina los tipos de figuras de oferta pública, en lugar de que queden definidas en la nueva ley.

Ante una observación del señor **Rosales** en lo relativo a la información mínima que debería solicitarse, el señor **Arce** hizo ver que en su concepto, el problema del mercado de valores no está en el esquema de oferta pública. Debería existir un régimen general de información, para que aquel que pretenda vender en un mercado de valores organizado lo cumpla. Además, no se trata sólo de información, sino del hecho de que el proceso de autorización previa era muy largo y complicado. Se deberían crear instrumentos que se puedan supervisar efectivamente. Estos temas se deben enfocar hacia el componente de intermediarios y conductas del mercado, más que por oferta pública. Se debería requerir un mínimo de información básica, con algunas excepciones para aquellos que se salgan de ese esquema. Sin embargo, indicó que no tiene claro los elementos que motivan las excepciones.

Ante una pregunta del señor **Venegas** en cuanto a cómo quedaba, desde el punto de vista de oferta privada, lo relativo al número de inversionistas que pueden participar, el señor **Villegas** dijo que el tema no se estaba regulando. Eso lo regula directamente la Superintendencia General de Valores. También el señor **Venegas** consultó sobre cuáles serían los requisitos que se deberían incluir a lo que es oferta privada. Al respecto el señor **Villegas** explicó que la oferta privada no puede regularse por requisitos, sino por exclusión. En realidad, se puede decir que no es oferta privada. Por tanto, lo que

habría que establecer es cuáles son los requisitos que debe seguir un fondo de pensiones o un fondo de inversión, para invertir en una oferta privada.

Por su parte, el señor *Montes de Oca* dijo que, en otras ocasiones, el señor Superintendente General de Valores había dicho que, cuando era oferta pública, había una lista extensa de requisitos para inscripción y que prácticamente sucedía lo mismo con ofertas restringidas. La Ley Reguladora del Mercado de Valores actual, la única separación que hace es entre oferta pública y oferta privada. No prevé que la oferta pública tenga variantes o diferencias, por ejemplo, por tamaño. Así las cosas, la SUGEVAL tendría una herramienta que le permita hacer esa separación. Eso es lo que ha llamado como ofertas públicas.

En ese orden de ideas, el señor *Venegas* señaló que, desde su óptica personal, la gente se iría a oferta pública básicamente por una cuestión de costos. Los inversionistas irán al mercado de oferta pública si saben que van a tener una mejor tasa de interés y porque hay un mercado más abierto, además de que hay una condición diferente de intereses. De lo contrario, el inversionista se va a quedar en el mercado de oferta privada. Posiblemente, tendrá un costo más alto de liquidez, impuestos, etc. El mercado de oferta pública tiene sus propios atractivos, un mercado más amplio, más liquidez y un costo más bajo.

Continuando con su exposición, el señor *Villegas* indicó que, en un apartado de la nueva Ley, se definirá con precisión la existencia de responsabilidad civil, e incluso penal, por las imprecisiones, omisiones o falsedades en el contenido del prospecto. Ese tipo de responsabilidad debería alcanzar no solo al emisor, sino a quienes hayan participado en la elaboración de la información, a saber: abogados, estructuradores, contadores públicos, peritos, etc. Este es el mecanismo para eliminar la responsabilidad que actualmente recae en la SUGEVAL, de velar porque los riesgos y las características de cada emisión queden suficientemente explicados. Por otra parte, en lo que respecta a la oferta pública no autorizada, se plantea la posibilidad de brindar herramientas o instrumentos a la Superintendencia General de Valores, para que pueda actuar con mayor firmeza frente a terceros que llevan adelante este tipo de oferta, en los términos que tiene la Superintendencia General de Entidades Financieras, en cuanto a la intermediación financiera ilegal.

También se trabajó sobre el tema de jurisdicción reconocida, considerándola como aquella que el CONASSIF defina que cuenta con una regulación semejante o mejor que la regulación nacional y que ofrezca, en general, un grado de protección a los inversionistas en su conjunto igual o mejor que el que ofrece la legislación nacional y que cuenta con un ente regulador que fiscalice, adecuadamente, el cumplimiento de dichas leyes y reglamentos. Se plantea que para un país determinado el CONASSIF podía aceptar

únicamente unos mercados de este, dejando los otros por fuera del reconocimiento. Además, podría revisar, la lista de jurisdicción reconocida, para incluir o excluir cualquier país o mercado. Finalmente, reglamentaría el reconocimiento de los registros de valores hechos en jurisdicciones reconocidas. En todos los casos, sin embargo, se debería nombrar un apoderado en Costa Rica con facultades suficientes para representarlos ante SUGEVAL y recibir notificaciones administrativas, arbitrales y judiciales.

En cuanto a los mercados transacciones, el señor *Villegas* indicó que se citan básicamente dos tipos. El primero de ellos es el mercado bursátil, intermediados por puestos de bolsa y, el segundo, los mercados de negociación directa (MENEDI), que son sin intermediación. En el caso de estos últimos mercados, sólo podrán negociarse y ser objeto de oferta pública las emisiones de valores inscritas en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y habría la posibilidad de crear una *rueda* separada para valores que no son de oferta pública, la cual existe en la ley vigente.

En lo que se refiere a la liquidación y compensación, se sugiere establecer que las operaciones celebradas en los mercados bursátiles o de negociación directa serán compensadas y liquidadas, de acuerdo con las reglas de compensación y liquidación fijadas o establecidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y serán llevadas a cabo en los sistemas de compensación y liquidación autorizados. Además, señaló que las bolsas de valores tendrán como objeto organizar mercados, plataformas de negociación y, en general, desarrollar sistemas de información relativos a los mercados en que participan con valores e instrumentos financieros, así como ejercer las funciones de autorización, fiscalización y regulación, conferidas por la Ley, sobre los puestos y agentes de bolsa y quedarían autorizadas las bolsas de valores para gestionar sistemas de negociación directa. En cuanto a las funciones SUGEVAL y de la Bolsa Nacional de Valores (BNV), se planteaba la importancia de hacer una separación. En virtud de ello, la BNV se encargaría de la supervisión, en tiempo real, de la ejecución de las operaciones bursátiles por parte de los puestos de bolsa y agentes de bolsa. Además, tendría cierto poder coactivo sobre dichos puestos y agentes, para provocar el cumplimiento de requisitos para mantener la credencial, la actualización continua y otras tareas similares. Entre tanto, la SUGEVAL se encargaría de la relación externa entre el puesto de bolsa y el cliente. Respecto a los mercados de negociación directa, igual que las bolsas, podrán existir sociedades constituidas para la administración de sistemas y manejo de información, sujetas a la autorización previa y a la supervisión por parte de la SUGEVAL. Así se dejaría la posibilidad que, en la reglamentación que emita el CONASSIF, se puedan incluir nuevos participantes. Estarán autorizados a operar, como compradores y vendedores, el Banco Central, el Ministerio de Hacienda, los bancos, las empresas financieras no bancarias, las operadoras de fondos de pensión, los puestos de bolsa, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las aseguradoras, por cuenta propia o por cuenta de los fondos que administran, tanto en mercado primario, como secundario. Igualmente, quedan autorizadas

las cooperativas de ahorro y crédito que sean objeto de supervisión directa por parte de la SUGEF y que cumplan con las condiciones que, para tales efectos, sean definidas por el CONASSIF. Por otra parte, estarían autorizados a participar, como socios de las sociedades administradoras de los mercados de negociación directa, los puestos de bolsa, los bancos, las empresas financieras no bancarias, las operadoras de fondos de pensión, las sociedades administradoras de fondos de inversión, las aseguradoras y las cooperativas de ahorro y crédito, así como cualquier otro sujeto de derecho privado. Además, estarían autorizados los bancos comerciales del Estado, para que, en forma directa o por medio de sus sociedades comerciales, participen como socios en las sociedades administradoras antes indicadas. Asimismo, el Banco Central podrá administrar un MENEDI, cuando no sea proveído el servicio por otras entidades, cuando esté siendo ofrecido en condiciones de ineficiencia o cuando se generen riesgos de inestabilidad o vulnerabilidades al sistema financiero.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor *Venegas* para indicar que a él le preocupaba este tema y que eso se reflejaba en las acotaciones que se había permitido hacer cada vez que se tocaban aspectos relacionados con mercados over the counter (OTC). Es que pareciera que, de alguna manera, se estuviera desarmando el mercado. Viendo la propuesta, ¿quiénes son los que se quedan del otro lado? ¿Quiénes se quedan negociando títulos de cualquier empresa en el otro mercado? Se pueden dar negociaciones en uno o en otro. Todas las operaciones cruzadas van posiblemente a bolsa; por definición, irían a bolsa. No es una negociación directa entre dos partes. Si él tuviera un comprador, obviamente, va a preferir pasar esa operación en forma directa, que por bolsa. Entonces, todo lo que es transparencia y formación de precios, en un mercado tan pequeño como el costarricense, además de que es importante, es de interés público, y debería mantenerse concentrado. Aquí lo que se está haciendo es separarlo y olvidarse de eso. Son negociaciones directas. Sabe que eso funciona en otros lugares y bajo otras razones. Funciona, por ejemplo, porque los mercados de valores son más de acciones, son más de otros tipos de instrumentos. No se siente cómodo con la propuesta de un mercado OTC en Costa Rica.

Seguidamente, se suscitó un intercambio de impresiones, dentro del cual se resaltó la importancia de que los sistemas de negociación directa contemplaran el tema de la transparencia y de la formación de precios, teniendo presente los requerimientos de información y de regulación de la conducta, entre otros. Los precios deberán ser públicos. En un mercado tan pequeño como el costarricense no debería haber mucha diferencia de información puesto que es muy posible que los participantes sean prácticamente los mismos. La única diferencia es que uno entra por medio de un puesto de bolsa, mientras que el otro entra de manera directa. A raíz de una consulta hecha por el señor *Sáenz* sobre el particular, el señor *Villegas* indicó que el MENEDI estaría dirigido sólo a oferta pública.

Sin embargo indicó que habría que buscar un mecanismo que iguale la ronda especial que tienen las bolsas, para lo que es oferta privada.

Otra pregunta realizada por el señor *Sáenz* fue sobre cuál era el sentido de tener los dos sistemas. A ese respecto, el señor *Villegas* indicó, entre otros elementos, que el objetivo del MENEDI es la negociación directa. El sentido medular del MENEDI es la desintermediación. Lo que se está buscando es que los inversionistas, en especial, los inversionistas institucionales puedan tener acceso directo a concertar entre ellos mismos sus operaciones, sin necesidad de la intermediación de un puesto de bolsa. En este orden de ideas, el señor *Venegas* dijo que hay en un mercado primario en el que, en la actualidad, pueden participar otros. Sin embargo, eso no lo caracteriza como mercado OTC. Lo que lo caracteriza es la negociación directa. Bajo cualquier mecanismo, los mercados primarios de oferta pública requieren que haya una convocatoria general y que haya oferta, ya sea por ventanilla o en una subasta. Entonces, no es un OTC. Un elemento positivo de la actual Ley de Valores es que el principio de concentración proporciona equidad y le permite a todos los participantes ver un título que se está negociando, bien sea porque un individuo tiene un título y quiere ofrecerlo, por éste quiere comprar ese título y quisiera participar de la operación. Con los mercados OTC, de la manera en la que se está planteando, lo que se está haciendo es ver cuál es la mejor forma de hacer una negociación directa, con quien sea... De lo contrario, se va al mercado. O sea, se hace lo que mejor le convenga. Es un asunto de oportunidad y no tanto de mercado. Se pierde transparencia y equidad.

El señor *Villegas* explicó que, en cuanto al mercado OTC, hay interés de algunos inversionistas (en especial, de los institucionales) de manejar directamente sus carteras, sin la necesidad de pasar por un intermediario. Este tipo de inversionistas es del criterio que ellos tienen el suficiente conocimiento, la capacidad técnica y los recursos y que, por tanto, ellos quieren manejar el dinero sin que sea un tercero quien les diga cómo deben manejar sus fondos. Entre otras observaciones que se suscitaron al respecto, se hizo ver que lo medular era promover la formación de precios, la equidad y la participación de transacciones.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor *Villegas* para decir que el enrutamiento tenía la particularidad de que se continúa “pasando” por un puesto de bolsa y, en consecuencia, no se logra el objetivo de desintermediar. La idea de los participantes es poder tener ellos la facultad de poder mover ellos sus recursos, de hacer sus inversiones, vender sus títulos, directamente, sin necesidad de tener que pedir permiso al puesto de bolsa.

Por su parte, el señor *Arce* hizo hincapié en que los mercados OTC no necesariamente implican que se afecte la formación de precios. De hecho, Costa Rica tiene un mercado intermediado en la actualidad y la formación de precios es, en alguna medida, muy deficiente. Después que indicara que, desde su perspectiva, la queja de los

inversionistas institucionales podría estar más relacionada con el costo de pasar por la Bolsa, el señor *Villegas* aclaró que no iba tanto por un tema de costos, sino con la carencia de facultades que estos tienen para, por ejemplo, recomponer su cartera y hacer otro tipo de transacciones.

Respecto a lo anterior, el señor *Venegas* manifestó que si él tenía que recomponer su portafolio y si lo que tiene que hacer es comprar o vender, simplemente da la instrucción. Evidentemente, la junta directiva deberá haberle dado la instrucción al administrador del portafolio. El cliente simplemente va al puesto y le pide qué es exactamente lo que quiere que le compren.

El señor *Arce* señaló que estaba de acuerdo con la idea de un mercado OTC, siempre que estuviera debidamente regulado, con suficiente información y que todo se diera con transparencia. Asintiendo con el señor Arce, el señor *Montes de Oca* dijo que no era tanto el tema de costo. Entre los inversionistas institucionales y en el caso específico de los fondos, los negocios se plantean entre gestor y gestor. Ambos se ponen de acuerdo por la vía telefónica. Luego el negocio se pasa por bolsa. Esto ha provocado lo siguiente. Hace quince años existe una ley que obliga a los inversionistas a pasar por los puestos de bolsa, sin que estos tengan que hacer un mayor esfuerzo. Pero esto más bien ha sido contraproducente para estos mismos intermediarios, porque tienen un monopolio que, automáticamente, les da negocios. El tener la opción va a implicar que los puestos de bolsa desarrollen una mayor creatividad. Teniendo la posibilidad de un mercado OTC, el inversionista tiene más flexibilidad para decidir en qué momento hace la operación y algunas otras transacciones. Si un puesto de bolsa le produjera al inversionista valor agregado suficiente, es probable que este al final ni use el mercado OTC o lo utilice muy poco.

En otro orden de cosas, recordó que, en una sesión anterior, el señor Carlos Arias había comentado que, en la revisión que estaba realizando la Superintendencia General de Valores a un conjunto de reglamentos, e incluso a la propia Ley 7732 actual, se había determinado que, en ninguna parte se decía que la autorización de los prospectos debía ser de previo. Ello daba a entender que, eventualmente, con la nueva Ley Reguladora de Valores podría llegarse a un escenario donde los prospectos podrían ser sólo de inscripción. Es decir, hay una serie de productos muy estándares, fondos de mercado de dinero, de ingreso, crecimiento y otros que son muy simples sobre los que, si lo que hay que cumplir es una serie de requisitos, tal vez valdría la pena estudiar la posibilidad de que, inclusive, sean de inscripción y de registro, no de autorización.

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

**resolvió:**

continuar analizando, en una próxima oportunidad, la presentación sobre los avances del borrador de la nueva *Ley Reguladora del Mercado de Valores*.

**A las 18:05 minutos finalizó la sesión.**