

Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense

Minuta del 06 de Diciembre de 2012

Minuta de la reunión del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, celebrada en la ciudad de San José, a partir de las dieciséis horas y trece minutos del jueves seis de diciembre del dos mil doce, con la asistencia de sus miembros: Rodrigo Bolaños Z., Presidente del Consejo, señor Carlos Arias, José Rafael Brenes, Federico Ruzicka, Pablo Montes de Oca, Edgar Robles C., Manrique Sáez, en representación del Ministro de Hacienda, y Roberto Venegas. También asistió Julio Rosales, en calidad de Secretario Técnico del Consejo, y el Lic. Elián Villegas como invitado.

El señor José Luis Arce y señor Tomás Alvarado no estuvieron presentes, toda vez que se los impidió la atención de sus actividades.

PUNTO 1. *Aprobación del Orden del Día.*

Se aprobó el Orden del Día.

PUNTO 2. *Aprobación de Minuta del 05 de noviembre del 2012*

Se aprobó la minuta correspondiente a la Sesión del 5 de noviembre del 2012.

PUNTO 3. *Presentación de propuesta temática para una nueva ley de valores*

Según se consigna en el numeral 3 de la minuta de la sesión ordinaria realizada el 5 de noviembre del 2012, se le encomendó al señor Elian Villegas que, en coordinación con la Asesoría Legal de la Bolsa Nacional de Valores, con funcionarios de la Superintendencia General de Valores que el señor Carlos Arias designara, así como con otros expertos del mercado de valores, hiciera una propuesta conceptual y temática que sirva de base para la redacción de una nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores.

En línea con el citado encargo, el señor **Villegas** explicó en detalle cuál fue la metodología de trabajo que se siguió para elaborar la propuesta temática para orientar la redacción de una nueva ley de valores, destacando que, para los efectos del caso, se había conformado un grupo de trabajo compuesto por el señor Ricardo Hernández, de la Bolsa Nacional de Valores, el señor Luis Gerardo González A., de la Superintendencia General de Valores, y por los expertos jurídicos, señor Roberto León, señor Mauricio Ramírez y señor Guillermo Solórzano.

El señor **Villegas** también indicó que lo primero que se tomó en cuenta para elaborar la propuesta temática en referencia es que ésta debe basarse en los diferentes elementos y recomendaciones contenidas en la Ruta Estratégica aprobada por el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores y por la Segunda Vicepresidencia de la República. Además, debe llenar vacíos legales de la regulación actual y debe ser una especie de ley

marco que estaría reglamentando el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (CONASSIF). Finalmente, debería ser una ley flexible para que los avances por nuevos productos, nuevos mercados y las mejores prácticas internacionales no la dejen obsoleta.

A partir de lo antes expuesto, los objetivos del documento de contenido temático elaborado son: i) fortalecer la adecuada protección al inversionista, ii) promover la efectiva revelación y gestión de los riesgos, iii) permitir un mayor y mejor acceso al mercado de valores de las personas físicas y empresas públicas y privadas, iv) fomentar una eficiente organización del mercado para la negociación de valores, v) favorecer la efectiva organización y relaciones entre las instituciones públicas y privadas, vi) promover la mayor liquidez, profundidad, transparencia y formación de precios de mercado, vii) crear los canales necesarios para la adecuada integración con los mercados internacionales, viii) impulsar una mayor profesionalización de los diferentes participantes del mercado, ix) facilitar mayores alternativas de inversión y la promoción de la innovación, x) incrementar posibilidades de financiación del sector privado y público y xi) promover alternativas de diversificación y adecuados canales para que el ahorro institucional invierta en proyectos estratégicos para el crecimiento y competitividad del país.

Uno de los aspectos considero el citado grupo de trabajo fue que la Ley Reguladora de Mercado de Valores, Ley 7732, vigente, pese a los vacíos y defectos que pueda tener, en realidad, no es una ley mala. Es una ley alrededor de la cual hay toda una normativa y jurisprudencia administrativa y judicial. Se ha hecho un esfuerzo de regulación bastante importante, que lleva más de diez años. Consecuentemente, no es una ley sobre la cual se puedan borrar principios. Por esta razón se definió un *benchmark*, precisamente, con esa Ley, utilizándola como marco conceptual y como la referencia, adicionándola, suprimiéndola o modificándola, según correspondiera. Todo ello con el objetivo de contar con un texto más acorde con los nuevos tiempos y las necesidades de la economía costarricense.

El primer tema que se analizó fue el relativo a la apertura de mercados *over the counter* (OTC). Este es un tema transversal, que afecta la regulación de toda la ley. La ley vigente está fundada en una regulación de tipo bursátil, que se debe mantener, pero se regularía la posibilidad de que existan mercados transaccionales no bursátiles (OTC) con las siguientes características: i) que permitan la negociación directa entre las partes, sin necesidad de intermediación, ii) con obligaciones de información claras que permitan transparencia, iii) con otras condiciones necesarias para apoyar la adecuada formación de precios y la liquidez del mercado.

Lo que la nueva ley venga a regular sobre mercados OTC debería permitir la creación de futuros mercados, mediante reglamentación por parte del CONASSIF y, en general, contar con la amplitud requerida para incorporar escenarios más amplios con nuevos prestadores de servicios. Asimismo, debe quedar abierta la posibilidad para que las bolsas de valores puedan también utilizar su infraestructura para un mercado OTC.

Respecto a lo antes expuesto, el señor **Venegas** y el señor **Robles** externaron su preocupación en relación al volumen que se va a generar en el mercado OTC, dada las realidades del mercado de valores costarricense, el cual se encuentra dominado por transacciones públicas, muy enfocado en recompras, donde la parte privada es casi “marginal”. Consecuentemente, tratar de establecer un mercado OTC que funcione plenamente en Costa Rica como opera en países, con más volumen y con economías más grandes, podría más bien generar segmentaciones de mercado, llevando a menos transacciones en el actual mercado organizado. A ese respecto, el señor **José Rafael Brenes**, entre otras cosas, dijo que, en el fondo, lo que se tendría es un mercado concentrado de una manera distinta. Queda claro que, en el caso particular de acciones, por sus características, requiere ir a bolsa. Todo lo demás va a tener una regulación diferenciada que va a llevar a una concentración diferente.

Por su parte, el señor **Arias** manifestó que desde su perspectiva, la propuesta de OTC pretende, más bien, diferenciar las cosas. Podría ser que se haya sobregulado el mercado de deuda en ciertas variables. Su percepción es que con el mercado OTC lo que se busca es que los mercados de renta fija (deuda) tengan un mecanismo transaccional más ágil, dado que hasta la fecha han estado sujetos a las condiciones y reglas de un mercado bursátil, que si bien son muy deseables para emisiones de renta variable, hay elementos que no son relevantes para el mercado de deuda. Ese era, desde su punto de vista, el objetivo del planteamiento.

El señor **Villegas** explicó que el grupo de trabajo trató de desarrollar los principios del mercado OTC a partir de los elementos que les fueron dados, entre ellos el de la apertura a un mercado OTC, según la Ruta Estratégica para el Desarrollo del Mercado de Valores aprobada por el Consejo y por la Segunda Vicepresidencia de la República. Así, el grupo no entró a discutir sobre la oportunidad o no del mercado de OTC, eso ya había sido abordado en el proceso de discusión para definir la Ruta.

Otra discusión que se dio dentro del grupo que elaboró la propuesta temática para redactar una nueva ley de valores, según lo señalado por el señor **Villegas**, es si ese mercado debería o no utilizarse para oferta privada. Es decir, si se deberían negociar valores de oferta privada. La idea sería que el mercado OTC se utilizaría únicamente para valores cuya negociación esté autorizada por la Superintendencia General de Valores, considerando distintos tipos de oferta pública, valores extranjeros autorizados o de jurisdicción reconocida y otros.

También el grupo de trabajo analizó la incorporación del concepto de instrumentos financieros y, en general, que esa regulación tenga la amplitud suficiente, para que no queden por fuera productos financieros nuevos. Dejando claro, eso sí, que los instrumentos financieros distintos de los valores, se les apliquen las reglas previstas en la Ley para los valores negociables, con algunas adaptaciones.

Asimismo, se discutió lo relativo a trascender el concepto unitario de oferta pública al concepto de “ofertas públicas”, donde se permita diferenciar los requerimientos para registro e información periódica, en función del inversionista o mercado, al cual se pretende que el emisor tenga acceso. También se discutió la posibilidad de establecer la libertad de

emisión, sin registro previo, definiendo *clara y rigurosamente* las responsabilidades de los participantes en la emisión, para lo cual se estipularían normas sobre montos máximos de emisión, montos mínimos de inversión y condiciones del inversionista que puede participar en estas emisiones.

Por otra parte, otro elemento importante, que viene desde la Ruta Estratégica para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense, es que la responsabilidad de las emisiones no tiene por qué recaer únicamente sobre la SUGEVAL. En el medio está quedando una gran cantidad de agentes que participan en ese proceso y que, por tanto, deberían asumir responsabilidad, a saber, estructuradores, abogados, contadores públicos, ingenieros y peritos de cualquier tipo. Desde el punto de vista legal, debería cargárseles cierta cuota de responsabilidad, por los productos que salgan al mercado. Eso conlleva a limitar la responsabilidad de la SUGEVAL en la revisión de la documentación y a permitir que en algunos casos pueda funcionar como mera receptora de información y documentos, sin responsabilidad de revisión.

Adicionalmente se plantea la oportunidad de regular y habilitar, en forma específica, a todas las empresas, independientemente de su estructura jurídica, para que puedan emitir en el mercado de valores y, además, realizar una habilitación específica, para que algunas cooperativas que reúnan ciertas condiciones de orden financiero, o que cuenten con proyectos con importantes necesidades de financiamiento, independientemente del sector al cual pertenezcan, puedan emitir deuda, en las mismas condiciones que cualquier otra empresa no cooperativa.

El tema de regulación por actividad fue otro aspecto que se analiza en el documento. Esto lo que quiere decir es pasar de una regulación sobre sujetos, a una regulación por actividad, donde indistintamente de la forma jurídica escogida para llevar adelante un negocio determinado, en el tanto el mismo se encuentre dentro de la esfera de competencia de la SUGEVAL, ésta podrá desplegar sus actividades de regulación y supervisión. Lo anterior con la finalidad de eliminar los arbitrajes regulatorios existentes y crear las condiciones adecuadas, para el desarrollo de la industria frente a la apertura propuesta del mercado de valores.

El cuanto a la desmutualización de las bolsas de valores, el tema es no sólo desmutualizar, sino abrir más el objeto social de las bolsas, para permitirles que, a su vez, puedan participar en negocios conexos a los cuales en la actualidad no pueden ingresar y, sobre todo, para que puedan actuar como organizadoras de mercados OTC.

En lo referente al tema de autorregulación, la idea que se plantea es, en razón de la apertura de los mercados y desmutualización de las bolsas de valores, que la supervisión de conductas se concentre en la SUGEVAL y se establezcan como sujetos de supervisión a todas las personas y entidades que participen en el mercado de valores en forma directa o indirecta, creando la protección legal para dicha entidad y limitando la responsabilidad a lo civil y a culpa grave o dolo.

Ante una serie de comentarios y observaciones hechas por parte del señor **Brenes** sobre lo anteriormente expuesto, el señor **Villegas** explicó que si, por ejemplo, dos bancos que están

transando en el mercado OTC ocasionaban un problema en el mercado de valores la entidad competente para atender esa falta sería la SUGEVAL. De esta manera, si la falta es contra la normativa que regula el mercado de valores, el competente debería ser el órgano regulador del mercado de valores, indistintamente de que se esté frente a dos bancos.

Respecto a inquietudes expresadas por algunos de los presentes en relación a la necesidad de definir que tipo de mercado OTC se quiere, el señor **Villegas** indicó que de acuerdo con la Ruta Estratégica aprobada por el Consejo, cuando se habla de los mercados OTC, se está hablando de mercados transaccionales, con registro de las operaciones y otras condiciones que permitan la adecuada formación de precios y la liquidez. Es decir, habrá toda una regulación alrededor del mercado. En realidad, lo que se busca es eliminar la situación actual de concentración de mercado, pero esto no significa que deje de existir el mercado organizado y que el mercado OTC no va a estar regulado.

El señor **Arias** señaló que, en un mercado OTC, hay desde los mercados muy oscuros, hasta un mercado OTC muy cercano a la transparencia de información, que existe en un mercado organizado accionario. Pero no se esta hablando de ir a los mercados más oscuros, donde la situación es muy bilateral y sin información. Más bien, se esta hablando de mercados OTC con una infraestructura transaccional y de información. Además, el señor **Arias** recordó tener presente lo manifestado por el señor **Brenes** sobre si una bolsa va a tener la libertad o no de desarrollar plataformas transaccionales, que aprovechan su *expertise*, para que haya transacciones de otro tipo de instrumentos. Por su parte el señor **Venegas** indicó que, tal vez, es importante someter al conocimiento de los señores miembros del Consejo, un modelo claro de propuesta de mercado OTC, para verlo con más detenimiento, toda vez que hay dudas de cómo es que realmente estaría operando. Sobre este particular, el señor **Bolaños** indicó que se debe dejar flexibilidad al CONASSIF para que defina a nivel preciso las particularidades y características del mercado OTC que se quiere, tomando como referencia lo establecido en la Ruta.

Por otra parte, en el tema de enrutamiento, después de algunos comentarios que se suscitaron al respecto, el señor **Villegas** señaló que la parte medular es que el inversionista que ingresa por este medio está asumiendo la responsabilidad por las decisiones de inversión que toma. Esto supone que el puesto de bolsa ha hecho bien la parte inicial, que es perfilar bien al cliente y haber tomado la debida previsión en cuanto a que el cliente tenga dinero para que pueda entrar al mercado. Para efectos de la responsabilidad, el cliente pasaría a ser un cliente del puesto de bolsa, más que un cliente del agente. Además se discutió entre los presentes si los puestos de bolsa son los únicos que deberían dar enrutamiento y actuar tanto por cuenta propia y de terceros. Luego de varios comentarios, se consideró entre los presentes que lo más conveniente es que se mantenga la situación actual.

Con respecto al acceso a los mercados internacionales el señor **Villegas** indicó que se buscan dos objetivos. Primero, se procura el acceso cruzado, es decir, el enrutamiento intermediado de órdenes y corresponsalía, con el fin de permitir la conectividad. Segundo, se pretende lograr el reconocimiento para la oferta pública de valores emitidos en jurisdicciones reconocidas, definiendo los criterios generales para dicho reconocimiento y dejando a cargo del CONASSIF la función de realizar la declaración concreta sobre qué

países pueden operar como jurisdicción reconocida, la cual se basaría en criterios objetivos y transparentes y con actualizaciones periódicas.

A este punto, el señor *Arias* indicó que la incorporación del mercado internacional podía ser abordada de dos maneras, vía la jurisdicción reconocida, es decir el registro de los productos del mercado internacional en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, o bien, vía la incorporación de los productos del mercado internacional en los portafolios de los inversionistas, dejando que el puesto de bolsa decida, de acuerdo con el perfilamiento del inversionista, quienes pueden o no acceder a los diferentes productos internacionales. Es importante sin embargo tener presente que hay diferencias importantes entre estas dos opciones. Hay diferencias grandes en cuanto a las características de la información y uno de los problemas que se debería tratar de minimizar, o si fuera posible evitar, es que se fragmente la liquidez de mercados que ya, de cualquier manera, son ilíquidos. El objetivo de la nueva ley debería ser ampliar el menú de opciones, para que haya una mejor conformación de carteras. La idea, sin embargo, no es que se empiecen a traer partes de emisiones y comience a haber “mini-mercados”.

El señor *Arias* señaló que, si se hiciera un cambio en la ley, no serían necesarias las jurisdicciones reconocidas. Sólo se requeriría clarificar que los intermediarios están en la capacidad legal de ofrecer a sus inversionistas instrumentos del mercado internacional, siempre que se ajusten a sus características de perfil y de deseabilidad. Cuando se hace jurisdicción reconocida, se convierte el producto en un instrumento de mercado local. Eso tiene implicaciones distintas. Su preocupación a ese respecto reside en que, cuando se registra el producto en el Registro de Valores, convierte a cualquier individuo en un posible cliente de ese instrumento, sin que necesariamente sea consistente con su perfil.

En ese orden de ideas, el señor *Villegas* apuntó que ahí el tema sería cuánta amplitud se desea. Es decir, si se desea que haya una disposición interna a través de la cual se reconozca a un determinado país o si, más bien, que sea el intermediario quien defina, a través de un perfilamiento, el tipo de valores que van a ingresar a esos portafolios. Ante una observación sobre el particular por parte del señor *Bolaños*, el señor *Villegas* manifestó que, por tanto, quizá sería interesante permitir, más que jurisdicción reconocida, la incorporación a los portafolios de valores internacionales, de conformidad con el perfil definido para cada cliente.

Continuando con su presentación, el señor *Villegas* acotó que en lo referente a inversión colectiva, el grupo de trabajo considera necesario que se revisen aspectos como: a) el derecho de receso; se debe definir en forma taxativa las situaciones en las cuales este derecho se podría aplicar, b) régimen de inversiones, c) revisión de la aplicación estricta del principio de igualdad, el cual podría prescindirse para incorporar productos nuevos y series de fondos en función del riesgo asumido, d) mayores niveles de responsabilidad a cargo de las Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión, sobre todo, en caso de productos no financieros.

Por otro lado, también se dijo que había que definir los siguientes temas relacionados con el acceso a mercados internacionales, por ejemplo, la admisión de operadores remotos, la regulación cambiaria y tributaria que aplicaría al mercado integrado, las reglas de registro

de la inversión extranjera, la responsabilidad por asesoría en inversiones internacionales y los mecanismos de compensación y liquidación que se utilizarían.

En lo atinente al desarrollo del mercado, señaló que la Ley 7732 no tiene una habilitación específica para que alguien se encargue del tema del desarrollo del mercado. Se considera, por tanto, importante, que exista un órgano del Poder Ejecutivo, con un componente de asesoría por parte de los actores privados (parecido al Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores), que se encargue de ello. También podría ser que se otorgue un mandato legal al Banco Central de Costa Rica, para que éste conforme una comisión, con criterios de representatividad y que, además, tenga la obligación de otorgar los medios para que dicha Comisión pueda funcionar adecuadamente. Las disposiciones de esta Comisión deberían funcionar como política públicas, ante las cuales las distintas instituciones públicas pueden adoptar la posición de “cumplir o explicar”.

El señor **Brenes** indicó que ya el Banco Central de Costa Rica tenía suficiente con los objetivos asignados en los artículos 2 y 3 de su Ley Orgánica como para recargarlo con una función más que implica fuertes responsabilidades. Debería, desde su perspectiva, trasladarse esa función al Ministerio de Hacienda, que sea éste el órgano rector. Después que el señor **Villegas** comentara que aunque ese Ministerio podría realmente parecer lo más natural para asumir esa labor, se debía tener presente que éste es el mayor emisor del mercado y que, por ende, podría eventualmente surgir algún tipo de conflicto de interés, el señor **Sáenz** dijo que se debería analizar cómo se presenta eso bis a bis con la Tesorería Nacional.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Brenes** para señalar que parte de la responsabilidad de la Tesorería Nacional es contribuir con la administración, la liquidez. Es más en alguna parte la liquidez se define como un bien público. Tal vez valdría la pena analizar ese elemento, para tomar alguna decisión a ese respecto. Se le cedió la palabra al señor **Rosales**, quien indicó que otra consideración importante, adicional a la del señor Villegas, es que, a diferencia de otros países donde la regulación financiera depende presupuestariamente de los ministerios de hacienda, en Costa Rica hay un modelo muy distinto. Adicionalmente, habría una separación entre quienes toman de decisiones y quienes las implementan. Se debe tener presente, además, que el Ministerio de Hacienda no tiene una función de estabilidad financiera. Eso está en manos del Banco Central, por naturaleza.

Por su parte, el señor **Bolaños** hizo ver que, a ese respecto, se podría pensar en que la función de promoción del mercado de valores esté en el Ministerio de Hacienda. Sin embargo, siempre va a requerir de una coordinación con los reguladores.

Por otra parte, el señor **Villegas** se refirió a un tema adicional analizado por el grupo de trabajo ya mencionado, fue el relativo al Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y a los órganos de desconcentración máxima. Se está pensando en la conveniencia de fortalecer la función del CONASSIF y su relación con las superintendencias. En este sentido se hace necesario clarificar que el CONASSIF puede ejercer la iniciativa, con respecto a la formulación de reglamentos, especialmente, en temas que tienen que ver con asuntos sistémicos y macroprudenciales. Igualmente en aras de

mejorar el proceso de producción de normativa, se hace necesario que el CONASSIF pueda ejercer el derecho de enmienda sobre los proyectos de reglamento que le son presentados desde las superintendencias.

También se habló de un esquema mixto, en el cual se busca una vinculación laboral de unos tres miembros del CONASSIF y recargarles todo el tema de segunda instancia y temas administrativos. Es decir, que eso sea conocido por esos miembros, que tendrían una vinculación de por ejemplo medio tiempo y, para el resto de los temas, básicamente los reglamentarios, se incorporan todos los miembros del CONASSIF. Los miembros restantes estarían vinculados por el sistema de dietas, como en la actualidad.

El grupo de trabajo también consideró importante discutir el modelo de superintendencias, para pasar a un modelo de supervisión por objetivos. Por ejemplo, que haya una entidad o una superintendencia especializada en solvencia y la otra en normas de conducta, por ejemplo. Sobre este punto, el señor **Bolaños** señaló que si la idea era tener lista, dentro de un tiempo razonable, un proyecto de una nueva ley de valores, no se podría pensar en hacer modificaciones en los modelos de supervisión de los órganos de desconcentración máxima, porque ello implicaría cambios en otras leyes, que requeriría de mucho más tiempo. El señor **Robles** también considera que estos son temas sensibles, sea que se este a favor o contra de un cambio. El señor **Bolaños** indicó que, ciertamente, ese es un tema que se deberá discutir en algún momento. Probablemente, ese momento no está en el muy largo plazo. No obstante, personalmente recomendaría que la discusión se haga en otro foro y momento.

Retomó la palabra don **Villegas** para manifestar que, en cuanto al régimen fiscal, se hicieron varias consideraciones: i) un escenario sería mantener las ventajas fiscales existentes a la fecha, ii) aclarar las reglas de aplicación de los impuestos, en particular se considera importante mejorar la redacción del artículo 23 de la Ley del Impuesto sobre la Renta, para dotarla de mayor claridad, en temas como el domicilio del inversionista, e iii) incluir en ese régimen especial del artículo 23 las negociaciones que se realicen en los mercados OTC.

Sobre este particular, se suscitó un cambio de impresiones, el señor **Bolaños señaló que** en lo atinente al régimen fiscal hay que avanzar más allá de lo vigente. Por su parte, el señor **Brenes** dijo que en ningún país del mundo se ha desarrollado el mercado accionario sin incentivo fiscal. Por tanto, eso debe considerarse. Por su parte el señor **Arias** indicó que, por tratarse de una nueva ley reguladora del mercado de valores, debía quedar clara la importancia de que el tratamiento tributario sea lo más transparente posible y que no genere las distorsiones. Aunado a lo que señaló don Carlos, el señor **Bolaños** indicó que, en todo esto, hay un tema de estrategia. Los temas fiscales en Costa Rica no se han acabado de discutir. El asunto es, por tanto, si se va a querer realizar esa discusión en el seno del Consejo de Valores, o si se deja para cuando se hagan las reformas tributarias, que necesariamente se deben discutir en Costa Rica. Es importante en todo caso de que en el proceso de redacción de la nueva ley de valores, cuando se aborde el tema fiscal, pedirle criterio al Ministerio de Hacienda.

Retomando su exposición, el señor **Villegas** se refirió al régimen sancionatorio. Se indicó que, sobre ese particular, se debía ser más flexible, en cuanto a las sanciones, contando con parámetros para la imposición de éstas, permitiendo la gradualidad y proporcionalidad. Además, el procedimiento administrativo debería estar abierto a la posibilidad de una conciliación entre las partes económicamente afectadas (denunciantes) y los denunciados, que dé lugar a la finalización de tal procedimiento. Ante algunas observaciones de parte del señor **Arias** sobre el particular, señaló que la idea es dar la posibilidad de que si las partes (un afectado y una entidad denunciada) de una determinada denuncia llegaran a una conciliación, la Superintendencia General de Valores pueda concluir un proceso disciplinario, salvo conductas muy graves o casos particulares.

A ese respecto, el señor **Arias** subrayó en la necesidad de dejar claramente establecido lo qué debe entenderse como conductas graves o casos particulares. La ambigüedad en cuanto a cuáles casos la SUGIVAL concluye o no el procedimiento, podría generar dificultades. Ese tema es sumamente importante. La carga de lo que resuelve la Superintendencia se refiere más a elementos muy operativos, que a elementos del daño o no que haya sufrido el mercado, en virtud de ciertas prácticas o actuaciones, al menos en los términos de lo establecido en la ley vigente. Sobre este particular el señor **Villegas** considera que efectivamente hay que trabajar en dejar claramente definido el tema sancionatorio y las responsabilidades de SUGIVAL, pero sin ser taxativos. Por ejemplo un tema que se debe trabajar son los problemas que surgen del *debido proceso* a raíz de que la ley actual no define plazos específicos. Después que el señor **Bolaños** hizo ver la conveniencia de redactar esa aparte muy claro, para evitar dificultades de interpretación.

Finalmente el señor **Villegas** continuó indicando que otro tema que se había discutido fue el relativo a los conflictos de interés, sobre lo cual indicó algunos detalles, para luego referirse a un último aspecto que analizó el grupo de trabajo ya mencionado, esto es, las reformas a otras leyes.

En cuanto a este último punto, por ejemplo, se discutió sobre la posibilidad de dejar por vía de ley, en forma taxativa el *Régimen de Inversión de Fondos de Pensiones, Aseguradoras y Bancos*. Además se comentó sobre el tema de bolsas de comercio, las cuales actualmente están sin ninguna regulación. También se habló, entre otros temas, sobre el derecho de los accionistas minoritarios en las sociedades anónimas y los fideicomisos que llegan al mercado de valores, para que sean administrados directamente por fiduciarios inscritos y supervisados por la SUGEF o por la SUGIVAL. Así mismo sobre la necesidad de definir la posibilidad legal de que a los diferentes valores que se coloquen en el mercado de valores y a las participaciones de fondos de inversión se les pueda definir un beneficiario para el caso de muerte del titular y revisar el artículo 116 de la Ley Orgánica del BCCR para revisar la posibilidad de que los bancos extranjeros puedan colocar sus emisiones en mercado primario.

Después de algunos comentarios adicionales, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores

resolvió:

dar por recibida la exposición hecha en esta oportunidad por el señor Elián Villegas, de conformidad con lo solicitado mediante numeral 3 de la minuta de la sesión ordinaria realizada el 5 de noviembre del 2012 y pedirle que incorpore al documento los cambios sugeridos durante su exposición, tales como que los agentes de bolsa puedan ofrecer a sus clientes valores que se negocian en otros mercados, la opción de que el Ministerio de Hacienda asuma la responsabilidad de promover el desarrollo del mercado de valores, la vinculación de miembros del CONASSIF a un Comité Ejecutivo encargado directamente de conocer y aprobar lo relativo a apelaciones y temas administrativos, la no contemplación de un nuevo modelo de regulación y supervisión financiera en la nueva ley, la necesidad de definir un beneficiario para el caso de muerte del titular de valores o participaciones en fondos de inversión, así como la posibilidad de que los bancos extranjeros puedan colocar sus emisiones en mercado primario. También la clarificación de los plazos y la figura de la conciliación entre las partes que dé lugar a la finalización de procedimiento en el tema del debido proceso. Finalmente que en el tema fiscal, considerar que dadas las condiciones actuales del fisco costarricense, en el transcurso de la redacción del proyecto de nueva ley, se consulte directamente al Ministerio de Hacienda.

PUNTO 4: *Avances en la implementación de las acciones de corto plazo de la Ruta Estratégica.*

El señor **Rosales** indicó que, en lo tocante a la orientación de la segunda fase de la asistencia técnica que se está recibiendo por parte del Banco Mundial, se había decidido que se apoyaría el proceso de modificación de normativa. Lo que queda pendiente es sólo enviarle a los expertos del Banco Mundial en cuáles temas específicos, en particular, de la Superintendencia General de Valores, se requerirá de apoyo, el cual podrá ser brindado directamente por los consultares que trabajaron en la elaboración de la Ruta Estratégica o venir a través de otros asesores expertos contratados dentro del marco de la asistencia técnica acordada.

También indicó que en días pasados conversó con el señor Superintendente de Valores sobre el procedimiento que se visualizaba para llevar a cabo el proceso de reformas normativas. Se llegó a la conclusión de que el proceso, básicamente, debe tener el principio de respetar las competencias de las diferentes entidades involucradas en este asunto y a partir de allí surgiría la participación del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores. En una primera instancia, el señor Villegas y los expertos del Banco Mundial le darán el apoyo técnico al equipo de la SUGEVAL que defina previamente el señor Superintendente de Valores para llevar a cabo las reformas normativas, en los temas y aspectos que ellos indiquen. Posteriormente las propuestas de reformas normativas serán llevadas por el Superintendente de Valores al CONASSIF para su valoración y aprobación para enviar a consulta al sector privado. Una vez que el CONASSIF apruebe la remisión a dicha consulta, el señor Superintendente de valores o bien el señor Presidente del CONASSIF, expondrán las reformas normativas al Consejo de Valores para obtener observaciones.

Analizado el tema, los señores miembros del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores

resolvieron:

pronunciarse de acuerdo respecto del lineamiento general que estará siguiendo la Superintendencia General de Valores, en relación con el procedimiento a seguir para reformas normativas.

De inmediato, hizo uso de la palabra el señor **Rosales** para hacer una serie de comentarios, en torno al tema de los avances que se han dado en torno a la implementación de la Ruta Estratégica. En este sentido mencionó que la Segunda Vicepresidencia de la República le solicitó un estado de avance. Considera como apreciación muy personal, que se requiere avanzar con mayor celeridad en la implementación y le pide al Consejo su apoyo para tal propósito.

También informó que en días pasados, un equipo de trabajo constituido por funcionarios de la SUGEVAL, el BCCR y la BNV, visitaron la DECEVAL en Colombia, para avanzar en las acciones planteadas en la Ruta Estratégica sobre el tema de compensación y liquidación. También indicó que sostuvo una reunión con el señor Arias y el señor Brenes y los miembros del equipo de trabajo para evaluar la visita y definir próximos pasos. En este sentido indicó que se acordó crear un Comité Técnico de Compensación y Liquidación conformado por las mismas personas que fueron a Colombia. El objetivo general de este comité, coordinado por el Intendencia General de Valores, señor Eddie Rodríguez, es implementar las diferentes recomendaciones contenidas en la Ruta Estratégica sobre el tema de compensación y liquidación. Este Comité deberá llevar acabo las siguientes tareas específicas:

- Mapear como opera el sistema de compensación y liquidación de Costa Rica.
- Hacer un análisis comparativo del caso de CR frente a los sistemas de compensación y liquidación de Colombia, Chile y México
- Determinar las necesidades liquidez y los ciclos de liquidación de Costa Rica
- Definir los diferentes modelos de compensación y liquidación para CR, basados en el estudio de liquidez previo.
- Coordinar el proceso de implementación de los diferentes modelos de Compensación y Liquidación aprobados por el CNDMV

En el proceso este comité técnico estaría elaborando documentos que serían elevados a conocimiento del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores (CNDMV), para su validación y/o aprobación.

A ese respecto, el señor **Brenes** hizo ver la conveniencia de que las entidades involucradas le comuniquen por escrito al Consejo las personas que estarían siendo designadas para formar parte del citado comité.

Se dio por recibido.

A LAS 18:14 HORAS FINALIZÓ LA SESIÓN.