

Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense

Minuta del 27 de Setiembre 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 quince horas con diez minutos del jueves veintisiete de setiembre del dos mil doce, con la asistencia de sus miembros: Rodrigo Bolaños Z., Presidente del Consejo, Edgar Robles C., José L. Arce; Carlos Arias Poveda, José Rafael Brenes Vega, Federico Ruzika, Pablo Montes de Oca, Roberto Venegas, y Manrique Sáenz, en representación del Ministro de Hacienda, y señor Julio Rosales T., Secretario Técnico del Consejo.

Invitados: Elián Villegas, Susana Gómez (teleconferencia desde Colombia) y Clemente del Valle (teleconferencia desde Perú).

PUNTO 1. *Aprobación del Orden del Día.*

Se aprobó el orden del día, modificándolo en el sentido de conocer el punto 5, después de conocido el punto dos.

PUNTO 2. *Aprobación Minuta del 17 setiembre del 2012*

Se entró a conocer el punto relativo a la aprobación de la minuta del 17 de setiembre del 2012.

Se aprobó la minuta del 17 de setiembre del 2012.

PUNTO 3. *Asuntos de los señores miembros del Consejo.*

El señor Rodrigo Bolaños comentó que el Segundo Vicepresidente de la República, el Dr. Luis Liberman, estará recibiendo a los miembros del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores el próximo lunes 1º de octubre del 2012, a la 17:00 horas, a fin de que se le presente la Ruta Estratégica para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense aprobada por este Consejo sobre la base de la propuesta de los expertos de la asistencia técnica del Banco Mundial.

PUNTO 4. *Discusión sobre el tema de apertura del mercado de la propuesta de ruta del Banco Mundial*

Para la discusión de este asunto, se contó con la participación, vía telefónica, del señor Clemente del Valle y la señora Susana Gómez, expertos del Banco Mundial.

El señor **Julio Rosales** explicó que, en cuanto al acceso al mercado, específicamente, lo que es un mercado abierto para deuda, la idea es que además de los puestos de bolsa, las entidades supervisadas por las diferentes superintendencias del sistema financiero (nuevos participantes) realicen sus operaciones sobre deuda pública y privada en forma directa en una mercado regulado, por cuenta propia o por cuenta de los fondos o de terceros que administren, de acuerdo

a su capacidad legal, tanto para el mercado primario como para el mercado secundario, en un sistema de negociación de valores de deuda y en el mercado mostrador con registro de las operaciones.

El señor *Carlos Arias* indicó que ciertamente la incorporación de estos nuevos participantes requerirá de modificaciones a la ley vigente. Por su parte el señor Jose Rafael Brenes plantea preocupación sobre la eventual participación del BCCR como organizador de infraestructura en el mercado secundario. El mercado es muy pequeño para que puedan convivir varios organizadores y el BCCR podría ofrecer dichos servicios bajo cualquier costo o subsidiándolos, lo cual haría inviable que el sector privado pueda prestarlos. Además es el segundo emisor más importante del país y esto implica un gran interés en el nivel de precios que se forme en el mercado, pues esos precios inciden en el costo de sus operaciones.

Respecto al comentario del señor Brenes, el señor Clemente indicó que en el mundo se ve de las dos cosas, participación privada y participación de los bancos centrales. En algunas ocasiones se observa que los bancos centrales tienen una participación importante en la creación de infraestructura pero luego con el tiempo termina siendo operada desde el sector privado. Considera que no tiene mucho sentido que un ente público participe si ya hay plataforma desarrollada, a menos que la plataforma existente muestre riesgos o vulnerabilidades. El señor Brenes considera que en el Costa Rica ya existe una plataforma desarrollada por el sector privado y lo que si podría el BCCR es establecer condiciones de cómo debe operar esa plataforma. Clemente señala que es importante que la infraestructura si se presta a nivel privado se adapte a un mercado de deuda y no se encuentre basada en un mercado accionario.

Luego de hacer algunos comentarios sobre la forma en que esta situación había sido enfrentada en países como Italia y Colombia, explicó que en este último país, los homólogos al Banco Central y al Ministerio de Hacienda crearon una plataforma un poco más cerrada, para creadores de mercado, mientras que la bolsa de valores creó una un tanto más abierta, donde estaban los creadores y, además, los otros actores. Si los agentes privados están dispuestos a crear la infraestructura, resultaría innecesario que un ente público lo lleve a cabo pero si el sector privado no puede crear una infraestructura adecuada, eso implicaría que hay una falla en el mercado. Es en estos casos es donde entra un ente público a sustituir esa falla del mercado, al menos transitoriamente. Esa sería la reflexión que habría que hacer. La propuesta no va a orientada a que la infraestructura transaccional de un mercado OTC para deuda sea creada por el Banco Central.

Por otra parte, el señor Brenes planteó la interrogante de si los beneficios argumentados o asociados a la creación de un mercado OTC son validos dada la estructura de propiedad de los intermediarios y la concentración existente. Clemente indica que si bien existen estas realidades, considera que habría una mejoraría si la BNV incluyera a otros actores en su Junta Directiva, pues no comparte que un puesto de bolsa representa los intereses de todos los miembros del grupo. Respecto al OTC se esta planteando un mercado transparente, mediante un registro casi en tiempo real, por lo tanto cualquier transacción queda revelada y contribuye a la formación de precios. Lo que se propone es utilizar otras modalidades para las transacciones de deuda que den

mayor flexibilidad al mercado. El señor José Rafael considera que se requiere más que el registro planteado. Su planteamiento es que este tema se aborde con mayor discusión para profundizar sobre otros mecanismos o condiciones que garanticen que el mercado OTC permitirá mayor liquidez y apoye la formación de precios. Sobre esto la señora Susana considera que a nivel reglamentario podrían abordarse otras condiciones que garanticen lo planteado por el señor Brenes.

El señor Rosales retomó su exposición indicando que, en lo atinente al punto de mejorar el acceso a los inversionistas, la propuesta es permitir a los inversionistas de cualquier clase, el acceso al mercado mediante la figura del enrutamiento electrónico, bajo las siguientes características:

- Con acceso directo al mercado a través de puestos de bolsa, sin intervención manual de agentes de bolsa.
- Con información de mercado y análisis básicos que incorporen perspectivas de mercados, a fin de cumplir el deber de asesoría.
- Con autorización para los puestos de bolsa y las sociedades administradoras de fondos de inversión, puedan contratar a las redes bancarias, para la comercialización de sus productos, soportados en enrutamiento electrónico y
- Con la asignación de responsabilidad en cabeza del inversionista, por adoptar el mecanismo de enrutamiento de órdenes y frente a las inversiones ejecutadas.

La señora *Gómez* aclaró que la propuesta básica es reconocer legalmente el enrutamiento de orden, de manera formal, con un valor agregado que se reglamente de manera ponderada, pero de forma explícita. Es decir, la propuesta plantea una regulación clara, en el sentido de cómo se cumplen los deberes de asesoría e información, del reconocimiento del inversionista cuando opere a través de esas plataformas y, finalmente, que se permita que el enrutamiento de órdenes se automatice.

En ese orden de ideas, el señor *Brenes* apuntó que le preocupaba lo señalado en el punto 4, que dice: *“Con la asignación de responsabilidad en cabeza del inversionista, por adoptar el mecanismo de enrutamiento de órdenes y frente a las inversiones ejecutadas”*. Considera importante que quede explícito dentro de la propuesta, que cualquier acceso directo al mercado debe ser a través de una figura regulada, principalmente, por el tema de cumplimiento de las operaciones frente al mercado. Por su parte, el señor *Arias* hizo hincapié en el punto 3: *“Con autorización para los puestos de bolsa y las sociedades administradoras de fondos de inversión, puedan contratar a las redes bancarias, para la comercialización de sus productos, soportados en enrutamiento electrónico”*. Señaló que es importante evitar duplicaciones en lo que tiene que ver con expedientes de clientes, para todo lo relacionado con leyes de lavado de activos y conozca a su cliente. También se debe aclarar si la propuesta considera la creación de cuentas *ómnibus*, para casos donde un comercializador pretende conservar la confidencialidad de sus clientes.

Doña *Susana* aclaró que el enrutamiento de órdenes es para clientes finales. Cualquiera puede ser cliente de un banco, pero, éste no puede actuar por cuenta de terceros, bajo contrato de comisión.

Sólo podría operar por cuenta de los fideicomisos que administra, pero quien opera es el banco. O sea, esto no sería ningún aporte adicional al tema de función de bancos. Cuando se habla de una administradora de fondos de inversión, tampoco le daría acceso -ni puede legalmente ni es la propuesta- a través de enrutamiento de órdenes a los clientes finales, participantes en los fondos. La única capacidad legal que tiene una sociedad administradora de fondos de inversión (safis) sería la de actuar por cuenta de los fondos que administra y no de los clientes participantes en los fondos. Técnicamente, los puestos de bolsa son los únicos que pueden actuar por cuenta de terceros. Por tanto, el acceso de enrutamiento de órdenes estaría orientado, a la fecha, para que sea a través de los puestos de bolsa. A largo plazo, bancos, puestos de bolsa, administradores de fondos de pensiones y safis, tendrán acceso directo al mercado. Inclusive, podría pensarse que ellos, como clientes de los puestos de bolsa, puedan entrar a través de ese mecanismo al mercado secundario.

En lo referente a lavado de activos, las entidades financieras son fiscalizadas por una superintendencia. Mal haría un puesto de bolsa en aplicarle, por ejemplo a un fondo de inversión, la regulación de lavado de activos, pues ya se encuentran fiscalizados. En realidad, lo relevante para este caso son los clientes que no se encuentran fiscalizados. En consecuencia, no se generan duplicaciones.

El señor *Arias* preguntó sobre que significa la contratación de redes bancarias, sobre esto doña *Susana* indicó que la idea es que sirvan de distribuidores, es decir permitir a los bancos que además de ofrecer a sus clientes sus productos como cuentas corrientes, puedan ofrecerles productos del mercado de valores. Ahora bien, en este tema se va requerir reglamentar varios detalles y condiciones de operación de dichas redes.

El señor *Roberto Venegas* comentó que la utilización de las redes bancarias puede hacerse y de hecho ya se hizo en el pasado. Su sugerencia es que se aproveche toda la experiencia regulatoria de algunos intermediarios para que no se repitan los problemas que se dieron en el 2004. Al respecto, el señor *Clemente del Valle* comentó, entre otros aspectos, que debe tenerse presente que ha habido casos de países donde, sin preparación de la red, se decidió vender instrumentos del mercado de valores, a través de una red que no estaba preparada para ello. El hecho de que se tengan redes bancarias no quiere decir que puedan ni sepan vender fondos. Se requiere establecer responsabilidades y hay que hacer una supervisión adecuada de las redes. Las redes hay que profesionalizarlas y certificarlas, la red de distribución de instrumentos de valores no puede ser la misma que la red de venta de cuentas corrientes y en el pasado esto no necesariamente era una realidad. Además debe darse verificación por parte del supervisor de valores y no por parte del supervisor de bancos. Esas cosas deben quedar muy claras. La señora *Gómez* recordó que el cliente sigue siendo del puesto de bolsa, pues cuando el banco le venda un instrumento de valor a un cliente, dicho cliente pasa a ser cliente del puesto de bolsa.

El señor *José Luis Arce* indicó que brindar acceso a los clientes a través de un medio electrónico es relativamente sencillo, pero se requerirá redefinir los requerimientos de información y la infraestructura tecnológica. Además hay que limitar muy bien las responsabilidades legales, a fin de evitar, por ejemplo, que el agente de bolsa que esta prestando su credencial incurra en responsabilidades donde no tiene ninguna capacidad legal. Un tema diferente es la utilización de las redes bancarias, sobre todo por la naturaleza del instrumento que se estaría vendiendo y la

operatividad de esta. Esto requiere un poco más de pensamiento y análisis, en especial por lo que sucedió con la crisis que tuvieron los fondos en el año 2004 y por las atribuciones legales que pueden tener diferentes participantes para administrar carteras individuales o posiciones de terceros.

Seguidamente, el señor *Rosales* explicó que, en cuanto al punto del acceso internacional o *globalización*, se considera como una condición indispensable que la Superintendencia General de Valores y la Bolsa Nacional de Valores reasuman el proyecto de conformación de AMERCA y de participación en el MILA, con definida voluntad política para llevarlo a cabo, nombrando en este sentido gerentes de proyecto a nivel de las instituciones, con agenda de trabajo periódica y formal.

Analizado el tema, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores, **RESOLVIÓ:** Dar por recibida la discusión realizada en esta oportunidad sobre el tema de acceso al mercado de la propuesta de Ruta Estratégica elaborada por el Banco Mundial, tomando en consideración los comentarios y las observaciones hechas en esta oportunidad por los señores miembros.

PUNTO 4. *Discusión sobre el tema de compensación y liquidación de la propuesta de ruta del Banco Mundial.*

El señor *Rosales* comentó la propuesta contenida en la propuesta de ruta del Banco Mundial sobre el tema de riesgos operativos, particularmente en cuanto al control y fortalecimiento de los esquemas y procesos de compensación y liquidación existentes y en lo referente a la posición propia.

En cuanto a compensación y liquidación, la propuesta señala los siguientes principales elementos:

- Dar acceso efectivo a los custodios a la liquidación y reinstalación de los bancos como liquidadores, bajo una figura legal y de control de riesgos sólida y segura.
- Establecer el deber de certificar y mantener actualizada la condición fiscal en el custodio y eliminar la contingencia legal de las retenciones.
- Definir un único modelo jurídico y operativo para las garantías de las operaciones que requieren y hacer explícito su *inatacabilidad* y la firmeza de las operaciones.
- Definir el modelo de compensación y liquidación para cada mercado previo análisis detallado de la liquidez real del mercado, de los plazos de liquidación de las operaciones y de los sistemas de garantías o respaldo para el cumplimiento de las operaciones.

El señor *Rodrigo Bolaños* comentó que en la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, en días pasados, se aprobó un presupuesto para la contratación de un asesor, conocedor de las prácticas internacionales, que ayude en la definición de los temas relativos a compensación y liquidación. Considera que la asesoría especializada es importante para profundizar la discusión sobre este tema.

Luego de agradecer tanto a la señora Susana Gómez, como al señor Clemente del Valle su

colaboración en todo este proceso, se cerró la comunicación telefónica que se tenía con ellos desde Colombia y Perú.

El Consejo Nacional continuó reunido, definiendo los últimos detalles del asunto en análisis y la presentación prevista el siguiente lunes al señor Luis Liberman. El señor *Brenes* preguntó sobre lo que se le va a presentar al señor Liberman. Él considera que en el tema de oferta pública se incluyera lo que planteó el señor Arias en días pasados al Consejo. Todos estuvieron de acuerdo en tal sugerencia. En los otros temas comentó que el ya manifestó sus preocupaciones en los temas de apertura y compensación y liquidación. El señor Arias considera que hay que incluir los temas de cronogramas e incorporar la agenda de corto plazo aprobada. También plantea la importancia de comunicar y coordinar muy bien con el CONASSIF. Sobre este último particular, el señor Arce no ve mayor dificultad. Además estas son propuestas generales que luego se deben discutir en detalle.

Por su parte, el señor *Venegas* considera que hay que incluir en la ruta estratégica que apruebe el Consejo de Valores, algunos puntos de justificación abordados en el comité privado que estuvo operando el año pasado. El señor *Brenes* plantea la necesidad de incorporar calendarios priorizados y fechas. El señor Bolaños considera que ello debería incluirse luego de aprobada la ruta por parte de la Segunda Vicepresidencia, creando grupos de trabajo para definir los calendarios.

Después de algunos comentarios adicionales que se suscitaron sobre el particular, el Consejo Nacional **RESOLVIÓ:**

Elaborar el documento de Ruta Estratégica que se someterá al conocimiento de la Segunda Vicepresidencia de la República el próximo lunes 1º de octubre del 2012, a las 17:00 horas, tomando en consideración los comentarios y observaciones hechas en las diferentes sesiones del Consejo.

A LAS 17:35 HORAS FINALIZO LA SESION.