

# Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense

**Minuta del 29 de Abril de 2013**

Acta de la sesión diez-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 diecinueve minutos del lunes veintinueve de abril del dos mil trece, con la asistencia de sus miembros: Rodrigo Bolaños, Presidente del Consejo, Edgar Ayales, José Luis Arce, Carlos Arias, José Rafael Brenes, Pablo Montes de Oca, Edgar Robles, así como con el señor Julio Rosales, en calidad de Secretario Técnico del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores. También estuvo presente el señor Luis Libermann, Segundo Vicepresidente de la República. Como invitados asistieron Elián Villegas y Manrique Sáenz.

El señor Tomás Alvarado y el señor Federico Ruzicka 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 25-02-2013 y Minuta 01-04-2013.*

Se aprobaron las minutas de las sesiones celebradas el 25 de febrero y del 1º de abril, ambas del 2013, copias de las cuales se distribuyeron oportunamente a los integrantes de éste.

## **PUNTO 3.** *Informe sobre el avance de la redacción de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores.*

El señor *Elián Villegas* hizo una pormenorizada presentación del avance en la redacción de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores. Dentro del proceso de redacción se está utilizando la Ley 7732 como marco referencial. Ahora bien, hay algunos temas que por su naturaleza, requieren de lineamientos por parte de los señores miembros del Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores.

En las sesiones previas, el Consejo había acordado, entre otras cosas, que en los temas que se verían en la nueva ley reguladora del mercado de valores se tomaría en cuenta todo lo que había de jurisprudencia administrativa y judicial. Se resolvió además que se trabajaría con el concepto de instrumentos financieros. También se decidió que no se hablaría sólo de una ley que tenía como eje el mercado bursátil, sino que, además, se hablaría de mercados *over the counter* (OTC), o mercados transaccionales no bursátiles. Por otro lado, se dijo que ya no se hablaría de oferta pública en sentido

estricto, sino que se ampliaría un poco el concepto y se hablaría de ofertas públicas, de manera que se pudiera estar frente a distintos mecanismos para lograr el acceso a la oferta pública.

Otro tema sobre el que se le pidió lineamiento al Consejo fue el de regulación por actividad. Al darse la *desbursatilización* de la ley, había que trabajar un poco con la autorregulación. Se hizo referencia a la parte de *desmutualización* de las bolsas, a mecanismos electrónicos de órdenes, o enrutamiento, como un mecanismo para lograr acceso al mercado internacional y para que, desde ese mercado, se lograra tener acceso hacia Costa Rica.

Ante una consulta del señor **Luis Liberman** en cuanto a qué debía entenderse por “ofertas públicas”, el señor **Villegas** expresó que, en la actualidad, se había visto la necesidad de no hablar de oferta pública como un concepto unitario. La idea es que, más bien, haya distintos conceptos de oferta pública, dependiendo de si, por ejemplo, está dirigido a distintos públicos. Se ha pensado en oferta pública restringida, también denominada *regímenes híbridos*, que son aquellos donde se le piden menos requisitos a quien se llegue a inscribir para hacer oferta pública, en el tanto el papel vaya dirigido a inversionistas de cierto tipo, sobre todo, a inversionistas institucionales.

Continuando con su exposición, el señor Villegas indicó que otros temas fueron: a) la definición de funciones del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero -CONASSIF- y el modelo de supervisión, b) el régimen fiscal, c) los conflictos de interés y d) la profesionalización.

El señor Villegas señaló que el objetivo básico de la presentación del día de hoy es someter a los señores miembros del Consejo lo relativo al tema de valores e instrumentos financieros, creación de mercados OTC y autorregulación. Sobre estos temas, se han realizado algunos avances y como resultado han surgido consultas, sobre las cuales sería muy útil escuchar el criterio de los miembros de este Consejo.

La ley española hace una lista de lo que debe entenderse por instrumentos financieros. Ésta es, desde su perspectiva, una forma compleja de regular. También es difícil encontrar un concepto de instrumento financiero como el que se tiene para valores. Aquí la consulta iría en el sentido de si los miembros del Consejo quieren que se haga una lista inicial, dentro de esa ley, o si, por el contrario, se deja eso como un tema de regulación por parte del CONASSIF. Es decir, que éste pueda aprobar tipos de instrumentos financieros y que sea la Superintendencia General de Valores a quien le corresponda el registro.

Su recomendación sería que la regulación fuera por parte del CONASSIF. ¿Por qué? Podría darse el caso que esa lista, en el corto plazo, sea insuficiente. Asimismo, debería haber un criterio de parte del CONASSIF, en ciertos casos, de restringir elementos de la lista y, en consecuencia, proceder a eliminarlas.

Cabe destacar que no hay una definición concreta de qué son instrumentos financieros. Se podría entender que, dentro del término de instrumentos financieros, entran los valores. Al menos la regulación española utiliza el concepto de forma comprensiva. Sin embargo, los valores tienen una definición más estricta y más técnica. El concepto de instrumento financiero es amplio y procura que abarque todos los instrumentos que se crean constantemente como resultado del fenómeno de ingeniería financiera.

Ante una consulta del señor **José Rafael Brenes** en cuanto a si se estaría pensando que se regularían *commodities* dentro del término, el señor **Villegas** dijo que éstos podrían entrar dentro del concepto de instrumentos. Ahora bien, podría definirse una lista mínima. A este respecto, el señor **Rodrigo Bolaños** señaló que quizás podría hacerse una especie de “mezcla” y decir que se podría incluir cualquier otro instrumento que, de acuerdo con las prácticas internacionales, se considere como negociable en los mercados de valores, mercados OTC, etc. En este mismo orden de ideas, el señor **Libermann** hizo ver la inconveniencia de dejar las listas muy amplias. Tal vez sería, por tanto, conveniente tener a mano lo que dice la ley del mercado de valores colombiana, chilena, mexicana, por ejemplo. Todo ello dentro de la idea de ver cómo manejan esos países dicho concepto de instrumento financiero.

A raíz de la observación anterior, el señor Villegas dijo que quien ha estado trabajando el concepto de instrumentos financieros es España. Hay otros países que están más por el sentido casuístico. Coincidió en que podría haber un problema si se deja el concepto muy abierto. Hay reglamentos técnicos, como los emitidos por el CONASSIF, que en el tanto se les den ciertos parámetros, no tiene por qué haber un gran problema, en la medida en que todo se trabaje dentro de esos parámetros.

Por su parte, el señor **Carlos Arias** hizo ver la conveniencia de, en primer lugar, tener claro qué era exactamente lo que se pretendía. Este tipo de asuntos son normalmente evolutivos y evolucionan precisamente porque los reglamentos casi nunca son capaces de regular mercados que son más dinámicos y flexibles que lo que permiten los marcos rígidos de la ley. Las primeras leyes de Costa Rica hablaban de “títulos valores”, luego el término se amplió a un concepto de “valores”. Se consideró que este último era mucho más amplio. Este esfuerzo de ir a instrumentos financieros es precisamente parte de la evolución, de incorporar muchos más elementos. La gran pregunta es qué es exactamente lo que se quiere. Es decir, si lo que se quiere es tener esa potestad de decir qué es lo que va a ir al mercado y qué no o si, contrariamente, lo que se quiere es tener la potestad de poder traer a la regulación, lo que encuentra en el mercado. Si la ley va ir mucho más allá de lo que convencionalmente se entiende por mercado de valores, si esa es la filosofía del marco jurídico, entonces, esa es la primera decisión. Todo lo demás debe ser consistente con eso. No puede quedar una definición tan amplia, porque termina en la Sala Constitucional (Sala IV). Tal vez lo conveniente es un híbrido que tenga una lista taxativa de lo que se conoce, más una redacción razonable que permita incorporar nuevos instrumentos.

El señor **Pablo Montes de Oca** señaló que la definición debería ser, más bien, qué debe entenderse por instrumento financiero, sin decir cuáles. La parte de “cuáles” vendría por la parte reglamentaria. Al respecto, el señor **Bolaños** agregó que tal vez se podría ensayar una definición de la forma en la que comentaba el señor Montes de Oca. El tema de la Sala Constitucional (Sala IV) es que debería haber algunas restricciones, para que limiten el uso de *otros*. Tal vez ese ensayo de definición podría hacerlo el grupo que está trabajando en la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores.

De inmediato se suscitó un cambio de impresiones sobre el particular, luego de lo cual el señor **Brenes** hizo hincapié en que no se podía incluir a las bolsas de comercio, dentro de las bolsas de valores. No se puede llegar a tanto. Hay un tema fundamental y eso es lo que los abogados deben ver. ¿Qué diferencia hay entre un derivado, que tiene como subyacente un *commodity* de un *commodity*? Que hay un tiempo y un valor del dinero en ese tiempo. Esa es la única diferencia. Entonces, se estandariza esa valoración y eso es lo que se negocia. En el momento en el que se genera un instrumento estandarizado que incorpora el valor del dinero en el tiempo, ya se tiene un elemento que debe ser regulado. Los

*commodities* per se no son regulados por la *Securities and Exchange Commission (SEC)*. Tienen una regulación por aparte. Ese es el tema. La definición de la SEC de 1934 es muy parecida a la que tienen los españoles. Es muy amplia y cualquier cosa puede caer. En el fondo, se puede tener una definición que identifique ese par de elementos comunes, sin que sea totalmente taxativa y que, posteriormente, los instrumentos específicos queden autorizados por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.

Continuando con su exposición, el señor **Villegas** se refirió a lo relativo a mercados transaccionales. Los mercados bursátiles quedarán con el tema de la exclusividad en acciones. Quedarían también con la posibilidad de negociar deuda, que también se puede negociar en mercados bursátiles. Ahora bien, hubo dos elementos sobre los que se conversaron. Se dijo que en los mercados transaccionales no bursátiles, sólo se iba a manejar oferta pública. Así las cosas, planteó la siguiente pregunta. ¿Existe alguna posibilidad de algún tipo de oferta privada que pueda ser sujeta a negociación en ese OTC?, ¿O será, contrariamente, mejor quedarse con sólo el concepto de que sea sólo oferta pública?

En lo referente a oferta pública u ofertas públicas, hay varios aspectos sobre los que se podría pensar. En su momento, se planteó el tema de regímenes híbridos. En la actualidad lo que hay es un registro previo, con revelación completa. Ahora bien, para que una oferta sea pública es que esté dirigida al “público en general”, ya sea que la oferta se haga por medio de un periódico, de algún medio de comunicación masiva, o por medio de *internet*. Sin embargo, se pueden regular, mediante la ley, distintos mecanismos de una oferta pública. Por el contrario, si la oferta se hace, por ejemplo, a un grupo privado pequeño de personas, sería oferta privada.

Hizo algunas aclaraciones respecto a lo que se conocía como: a) colocación privada, donde los requisitos son abreviados, no se incluye prospecto y el mercado de venta está restringido, b) proceso abreviado, en el cual se brinda la misma información que en el caso anterior, pero con inscripción previa a la colocación y c) donde debe diferenciarse entre el emisor corporativo y el emisor proyecto.

Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Liebermann** para manifestar que el proceso abreviado, al cual se había referido el señor Villegas, podría ser un portillo para que el emisor le ofrezca a dos individuos distintos que comprenden toda la emisión, porque no hay registro previo y que después esos mismos dos individuos sacan esa emisión al mercado secundario. Desde su perspectiva, le parece que se podría considerar, en cualquier venta que posteriormente vaya a un mercado secundario público, que se haga algo similar a lo que debió hacer Costa Rica en la reciente emisión internacional. Hay un Info-memorandum que sueltan a los inversionistas, antes de que comprenden y, posteriormente, si ellos los quieren vender, habrá sus formas. Sin embargo, ya habrá información básica de qué es todo. No es un proceso abreviado. Simplemente, a las 12:00 p.m. “posteaban” el Info-memorandum en *internet* y eso era suficiente para hacer las transacciones privadas. Es decir, se presentaba en *internet*, sin intervención de la SUGEVAL. El responsable es el banco agente.

A ese respecto, el señor **Villegas** señaló que la idea es que no sea tan privado. Es más bien una empresa que busca dos o tres fondos de pensiones, se pone de acuerdo con ellos en los términos, hace la colocación y luego tiene el mercado secundario. El esquema señalado en esta ocasión parte del supuesto de que los dos o tres inversionistas institucionales son duros en sacarle información al emisor, que conocen el tema a fondo y que, a su vez, van a querer liquidez de ese papel. Es decir, no es que lo están comprando para hacer un negocio para el emisor, sino que lo están comprando para hacer un negocio para ellos mismos.

Con el segundo esquema, la única diferencia que se tiene es que esa información se deja y se registra en SUGEVAL y está disponible para todos, en forma previa a la colocación. Esta es la diferencia entre estos dos esquemas. Lo otro es que hay una diferencia entre un emisor corporativo y el emisor proyecto. Este último, normalmente, irá al mercado por una única vez, mientras que el emisor corporativo es alguien que coloca hoy una emisión y probablemente seguirá colocando más emisiones en el futuro.

Otra opción podría ser una especie de auto-registro. Hoy día, los emisores no se registran como emisores, sino que, más bien, registran emisiones. Así las cosas, se podría pensar en un emisor que llegue a registrarse sin emisiones, para tener el mecanismo y, en algún momento, en el futuro, poder presentar esas emisiones. Lo otro que se podría pensar es en condiciones especiales de registro, en razón de ciertas circunstancias como, por ejemplo, la frecuencia con que se están registrando emisiones, la calificación de riesgo, etc. Todos éstos son escenarios que podrían permitir hacer una mezcla, de no tener un solo esquema de registro, sino tener varias posibilidades que puedan ser reglamentadas más adelante.

Por su parte, el señor *Arias* comentó que, para efectos de la SUGEVAL, lo más importante es que queden algunos temas claros. Hay una percepción que tiene que ver con la conformación del mercado costarricense. Cuando se habla de presentar la información al ente que regula el mercado, de lo que se está hablando precisamente es de presentar la información. Hay alguna interpretación de que las entidades de regulación del mercado tienen que tomar decisiones acerca de si es un instrumento bueno o malo para el mercado, si es riesgoso o no. De alguna manera, es importante esa parte, porque los mercados que se trasladan al público inversionista son diferentes. En el segundo ejemplo, cuando la información sólo se registra para efectos de que esté disponible para el mercado, debe saberse que es la misma información la que está disponible para todo el mundo. Sólo que el emisor se enfrenta con que su información está disponible para todos, no sólo para los tres inversionistas institucionales para quienes compró. El papel de la SUGEVAL es importante que quede claro. No debería quedar la impresión que ni la SUGEVAL ni ninguna otra institución está cumpliendo funciones por cuenta del inversionista, en el sentido de determinar si el instrumento es riesgoso, si debería o no incorporarse al mercado. La segunda consideración es la siguiente. Normalmente, éstos son diferentes abordajes. Por ejemplo, lo que acaba de hacer Costa Rica es una mezcla de todo esto. Es una emisión que está registrada, pero no para el público general. Está dirigida a un público específico, que son inversionistas de tipo institucional o profesional. Sin embargo, va a llegar al mercado secundario general, después de pasado un tiempo. Lo que se pretende es que la información circule y que haya espacios, para que la gente pueda conocerla. Cuando ya pasa al mercado, cualquier inversionista puede comprar, sea profesional o no. En términos generales, la información no es muy diferente a la de un emisor que, desde su inicio, está para oferta pública.

Con las limitaciones que tiene la ley, pareciera valioso rescatar esos escenarios. Cabe preguntarse: 1) ¿Por qué en un OTC no podrían llegar a negociarse, en mercado secundario, instrumentos de oferta privada?, 2) ¿Bajo qué condiciones se podría considerar que no debe suceder eso?. En todo caso es importante que no quede ninguna duda de cuál es el papel que tienen los órganos de regulación en el proceso de autorización de oferta.

El señor *Villegas* preguntó a los señores miembros del Consejo si querían restringir los esquemas de oferta pública, o si, más bien, se puede trabajar y autorizar distintos esquemas, que serían regulados

con mayor detalle por parte del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, posteriormente. El señor **Bolaños** comentó que él, desde el principio, creía que se iría a una ley que es, de alguna manera, como una “camisa de fuerza”, a otra ley que diera más flexibilidad y que calzara, más razonablemente, dentro de reordenamiento jurídico costarricense. El detalle, claro está, se vería más adelante. Asintiendo con lo expuesto por el señor Bolaños, el señor **Brenes** hizo hincapié en que no se podía cometer el mismo error de lo que se tenía actualmente. No se puede aplicar una única definición de oferta pública a todo. Simplemente, es un tema de gradualidad, en cuanto a cómo se divulga la información. La oferta pública es pública, pero el que lo sea no tiene que decir que alcance a todos los inversionistas por igual. En función de eso es que se hace la revelación. Hay que pensar en esa línea. Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Bolaños**, para manifestar que él personalmente creía que debía quitársele a la SUGEVAL muchos de los importantes errores que se dieron en la Ley Reguladora del Mercado de Valores de 1997. Uno de esos errores es pretender que se controlen todos los riesgos. El señor **Arias** señaló que en las regulaciones de otros países hay algo que en la Ley 7732 no existe y es lo relativo a cuáles son las responsabilidades y las obligaciones de los que participan en los procesos de estructuración, desde contadores públicos, hasta abogados y banqueros de inversión. Las regulaciones de esos países no es que garanticen que un proyecto va a ser exitoso, pero sí que la información que está contenida fue revisada profesionalmente, con un conjunto de estándares de idoneidad.

Continuando con su exposición, el señor **Villegas** se refirió a la parte de títulos extranjeros. Se podría pensar en algo similar a lo que tiene Chile, que tiene un registro especial, a la par del registro general. Ahora bien, la pregunta que debe surgir en este momento es: “¿Con qué propósito?”. Un segundo esquema podría ser permitir la venta e incorporación a carteras por parte de los puestos de bolsa, en una forma abierta, sin oferta pública o publicidad de ningún tipo, quedando estos obligados a brindar la asesoría al cliente.

El otro tema que debe verse es el relativo al mercado homologado. Sobre este punto podría establecerse una autorización por mercados, desde la propia ley, o bien, dejar abierto el concepto de mercados homologados, para que sea el CONASIFF quien determine mercado por mercado, qué debe entenderse por homologado y qué no. Un tercer esquema podría ser una mezcla, definir unos en la ley y dejar otros a la decisión del CONASSIF. En todo caso, el tema relevante es si el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores considera que es relevante hacer un registro de títulos extranjeros o no. Sobre el particular, el señor **Arias** indicó que, desde su perspectiva, los títulos extranjeros debían ingresar a las carteras de los clientes y, en consecuencia, debe quedar claro cómo ingresan a esas carteras. Si ingresan porque es una solicitud, sin responsabilidad del intermediario, si es por asesoría o si, más bien, están dentro de una gestión de portafolio completa. El problema de homologar mercados es que se trasladan, características de similitud, a ciertos mercados. Eso es igual a cuando se incorporan títulos internacionales en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y resulta que la ley, el tratamiento tributario y las normas de operación en los mercados en que se transan esos instrumentos son diferentes. Hay temas que valdría la pena discutir en el seno de este Consejo, que tienen que ver con jurisdicción reconocida y, dentro de una ley moderna, deberían plantearse esas inquietudes y las características o tipos de intermediarios que se estarían aceptando en una ley mucho más amplia.

Ante una observación del señor **Villegas**, en el sentido que, en el caso de la integración de mercados podría trabajarse más por la base de jurisdicción reconocida, el señor **Arias** señaló que la dificultad estaba en cómo trabajar el asunto. Debe recordarse que Panamá y El Salvador tienen la condición de

jurisdicción reconocida como parte de sus leyes. En Costa Rica eso no es así. Parte de la interpretación restrictiva es que, si no se tiene expresamente, no se tiene del todo. La pregunta sería, consecuentemente, ¿cómo tratar a terceros participantes en este mercado o cómo se tratan las participaciones de los intermediarios costarricenses en terceros mercados?

Ahora bien, el señor **Villegas** indicó que para efectos de ese tipo de integraciones de mercado, pareciera, entonces, ser importante tener claro el concepto de *jurisdicción reconocida* desde la ley; no necesariamente mercados reconocidos, pero sí la posibilidad de que un órgano, en este caso, el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero, diga qué debe entenderse por *jurisdicciones reconocidas*. El señor **Libermann** volvió a hacer uso de la palabra para preguntar lo siguiente: “¿Qué reconoce el mercado de valores de los Estados Unidos de América, las bolsas de ese país, cosas que estén inscritas en bolsa, cosas que no estén inscritas en ningún mercado, como son las señaladas en el Artículo 144A”. La regulación que tiene es la información que debe incluirse en un *Info-memorandum*. La consulta directa es entonces: ¿qué es lo que se va a permitir, cualquier *private placement*? Desde su perspectiva, el asunto no se puede dejar tan abierto. El señor **Brenes** indicó que debía tenerse presente que esto operaría bajo otro esquema. Las jurisdicciones reconocidas operan para los mercados de acciones. Entonces, ¿qué diferencia hay entre una jurisdicción reconocida y un mercado homologado? Que jurisdicción reconocida se da porque hay un acuerdo entre autoridades regulatorias, que permite o no permite el intercambio de información. Todo lo demás debería quedar dentro de la otra opción, que es que hay un instrumento financiero que el asesor le recomienda a su cliente comprar.

En línea con lo expuesto, el señor **Arias** dijo que le parecía muy importante que la nueva Ley no perdiera de vista el momento actual de tecnología. Los conceptos de oferta pública que gustaban tanto de regularse eran muy prácticos, cuando la oferta pública tenía que hacerse mediante anuncios en los periódicos. En la actualidad, existen *blogs*, páginas *WEB*, correos electrónicos que llegan de manera automática. Al tema deberá agregársele un elemento adicional. Los mercados en los que se desarrolla y se continuará desarrollando este país y, en general, América Latina, son mercados de deuda. Aquí se habla no sólo de mercados bursátiles, se habla de mercados OTC, para darle mayor flexibilidad a estas cosas. Por tanto, cuando se habla de oferta pública, no sólo se habla oferta pública de acciones. La homologación de mercados o la *jurisdicción reconocida* no es exclusiva para el tema de acciones. Sin embargo, esto es un asunto de cómo abordarlo. Es definir cuáles son las obligaciones que tiene un intermediario, al ofrecer un instrumento y cuáles son las responsabilidades de un inversionista, al solicitarlo. Se trata de dos elementos distintos, pero deben quedar claras. El asesor que ofrezca un instrumento, considerando que se ajusta al perfil y a las necesidades del inversionista, debe tener claro que es su responsabilidad, porque fue aquél quien lo escogió. No tiene nada que ver el resultado. Si el perfil del inversionista está conforme con el instrumento, hasta ahí llegó la responsabilidad del asesor. De otra forma, si el instrumento no es consistente con el perfil del inversionista, el asesor tiene responsabilidad. Debe quedar claro qué es lo que, a ese respecto, se quiere de la nueva ley.

En otro orden de ideas, ante una consulta del señor **Montes de Oca**, en el sentido de cómo se estaban visualizando los compradores institucionales, el señor **Villegas** indicó que éstos podrían pasar por puestos de bolsas, si así lo quisieran. Sin embargo, parte de la idea es que, al aprobar la figura de enrutamiento, a los mercados OTC puedan entrar los inversionistas institucionales, a comprar y a vender.

Acto seguido, el señor **Villegas** se refirió al tema de los títulos individuales y el peso que éstos tienen en el mercado de valores. Para esos fines, preguntó si se debería eliminar la posibilidad de que vayan a

carteras de fondos de inversión y pensiones o bien limitar no sólo el monto de los individuales que pueden negociarse, sino también el monto de esos títulos que pueden ir a esas carteras. Asimismo, comentó sobre la posibilidad de que el 15% de la cartera de los fondos de pensión pueda tener individuales (incluso un solo individual) y que si eso elimina el incentivo para que se inscriban emisiones estandarizadas. A ese respecto, el señor **Robles** explicó que la cantidad que podían invertir en títulos no estandarizados estaba limitada; como máximo, son títulos hasta 360 días. Asimismo, el porcentaje de la cartera que se puede manejar en esos títulos, está también limitado. Ellos pueden manejar la liquidez; van a un banco y compran un CDP, por ejemplo. Ante algunos comentarios que surgieron sobre este punto, el señor **Arias** hizo hincapié en que había que tratar de tener consistencia en lo siguiente. La idea es determinar qué es lo que se quiere rescatar de la estandarización de las emisiones de deuda y, en especial, qué es lo que origina ese tipo de situaciones. En la actualidad, los títulos individuales surgen por muchas razones. Hay elementos de índole procedimental. Sin embargo, la más relevante es que hay una diferenciación de tasas de interés. En colocaciones por bolsa, eso no necesariamente se logra hacer. Entonces, ¿qué es lo que se quiere estandarizar de las emisiones de deuda, para no caer en el error de crear mercados OTC y que se van a regular, como si fueran mercados de acciones? Un elemento que es dañino, para la formación del mercado secundario, es la divisibilidad de los instrumentos. Cuando no se pueden dividir porque son un solo macrotítulo, entonces, quien puja debe ser alguien que tenga la misma cantidad de dinero, por tanto, la posibilidad de formar precios es muy reducida.

*A las 5:14 horas se retiró del salón de sesiones, el señor Ayales.*

A raíz de una consulta por parte del señor **Libermann**, en el sentido de cuáles eran los títulos individuales existentes en la actualidad y luego que se le señalara que eran sólo los de los bancos, señaló que eso a su entender se había hecho para volver negociables los títulos bancarios. Volvió a hacer uso de la palabra el señor **Montes de Oca** para manifestar que los fondos de inversión podían “nutrirse de esa materia prima” y, de hecho, lo usan frecuentemente, con la condición de que se trata de fondos de mercado de dinero. Además este tipo de fondos tienen limitaciones en cuanto a plazos. Básicamente, estos fondos compran CDP de corto plazo. Ahora, no sabe si funcionará estandarizar plazos muy cortos. A no ser que los mecanismos de registro sean distintos a los que se tienen actualmente. La ley actual tiene un tema muy particular. Dice que deben ser títulos emitidos por entidades supervisadas por la SUGE. Es decir, lo hizo “local”. No se puede invertir en un título de un banco de afuera, que no sea estandarizado. Desde su perspectiva personal, ese es un tema que debería revisarse. El señor **Arias** expresó que no entiende por qué se considera valioso que esa libertad fuera exclusiva para entidades supervisadas por la SUGEF. En el caso de los demás emisores, indistintamente de que cuenten con el proceso de registro y de que sean de corto plazo, tienen que hacerlo a través de emisiones estandarizadas. Por tanto, cualquier emisor corporativo, aunque capte en papel comercial, lo hará a través de emisiones estandarizadas. La ventaja que tienen los individuales de las entidades supervisadas por la SUGEF, es que entran a las carteras colectivas, a los fondos de pensiones y a los fondos de inversión. Ciertamente, la SUGIVAL está trabajando en descubrir cuáles elementos hacen que los bancos no usen emisiones de papel comercial. Hay elementos ahí que tienen que ver con procedimientos operativos que se están revisando en la Superintendencia de Valores, para cambiarlos. Ahora, hay un tema que pareciera importante y es la discusión de si tiene o no sentido estandarizar estas emisiones de corto plazo y de restringirlas a sólo un grupo. Ciertamente, en emisiones de 1, 2 o 3 meses, posiblemente no tendría mucho sentido. En consecuencia, ¿cómo se balancea con una segunda condición? El mercado costarricense es muy desordenado, desde el punto de vista de liquidez. Todos los días hay vencimientos de emisiones, vencimientos de cupones de intereses,

vencimientos de principales. Incluso las emisiones estandarizadas que hay son muy estandarizadas en ciertos aspectos no tan valiosos, posiblemente, pero en el tema de las fechas de vencimiento, son totalmente libres. Por tanto, se da un mercado que, en la gestión de su liquidez, tiende a ser bastante ineficiente.

De inmediato, el señor **Libernmann** preguntó si se debía permitir que, en las carteras de fondos de pensiones y de puestos de bolsa, exista un límite, no sabe si el 15% era muy poco o demasiado, para que puedan ir a una institución o empresa para que les hagan una emisión “a la medida”, para el día en que necesitan. En su criterio, se deberían restringir a fechas focales, las que sean normales en estos países, pero, simultáneamente, permitir inversiones particulares, para llenar lo que se pueda necesitar. Por su parte, el señor **Sáenz** preguntó cuáles eran las razones por las cuales debían ponerse límites a los individuales. ¿La idea es incentivar la estandarización? ¿No es suficiente incentivo el hecho de que un estándar es más líquido? Al respecto, el señor **Arias** aclaró que parte del problema era que se tenían emisiones de \$250.000 millones (lo cual era un tamaño razonable) con menor bursatilidad, que una emisión de \$100.000 millones. Esto, desde el punto de vista teórico, es inconsistente. Sin embargo, cuando se ve lo que está pasando, se da cuenta que eso hace que haya diferencias, en cuando a la cantidad de transacciones que se realizan. Hay ciertas prácticas que se deben cuestionar, como el caso de operaciones que son todo o nada o lo que se llama *por puja completa*. Así las cosas, a pesar de que el título es divisible, resulta que el que vende decide que no acepta *pujas parciales*. Si no acepta pujas parciales no importa si el título esté estandarizado y sea divisible. Los elementos del mercado secundario, no solo están por la vía de regulación, tienen que ver también con ciertas prácticas que se han normado. Además, las carteras de mercado de dinero se estructuran por plazo al vencimiento; no por liquidez. De modo que, si alguien emite un título poco líquido a seis meses plazo, éste podría entrar a las carteras. Si en algún momento tienen que venderlo, sería invendible, pero eso sería otro problema. Mientras tanto, títulos que se pudieran determinar de alta liquidez no podrían entrar a las carteras, porque su plazo al vencimiento es mayor que el que está regulatoriamente establecido. El día que haya necesidad de atender retiros, se vería qué es más importante, si el plazo al vencimiento del instrumento, o la liquidez. Por su parte, el señor **Rosales** indicó que, según había podido entender, lo que el señor Villegas quería plantear iba en el sentido de que el límite actual no generaba ningún incentivo para que los emisores utilizaran más emisiones estandarizadas. El tema es si esa vía es la que se debería continuar manejando en una nueva ley, dado que, actualmente, se ve que esos límites terminan siendo muy discrecionales. Es decir, cómo se sabe que un 5%, 10%, 15% o 20%, genera un incentivo para que se emita de manera estandarizada. El señor **Robles** dijo que, actualmente, los fondos de pensiones invierten menos del 10% de la cartera en ese tipo de emisiones. El llegar a ese límite no era una situación que estuvieran buscando continuamente. Además, es una práctica común, dentro de la regulación internacional, establecer un límite que ronde ese 15%. Siempre es necesario mantener un límite, para manejar situaciones de liquidez, sin tener que salir al mercado, a comprar y vender títulos. Ante el comentario previo, el señor **Rosales** dijo que, en ese caso, el límite no se debería usarse como un mecanismo para incentivar la emisión estandarizada. En ese mismo orden de ideas, el señor **Robles** hizo ver que, en su criterio, ese límite se estableció para atender una situación particular y, en la medida que se restrinja esa posibilidad de manejo de la liquidez, se estaría llevando a los fondos a operar de una forma distinta, vía reglamentaria y no vía utilización de portafolios. Ese es el temor. Se podría investigar cuánto podría ser ese límite. La Superintendencia de Pensiones está trabajando en una propuesta reglamentaria para modificar los límites y hacerlos más concordantes con el manejo de riesgos, en lugar de circunstancias de esa índole. El riesgo que atiende es el riesgo de liquidez, específicamente. El tema es bajarlo a qué porcentaje. El 10% actual es, como máximo, US\$500,0 millones. Por su parte, el señor **Libernmann** manifestó que, desde su perspectiva, el incentivo lo tenían

por el plazo. A la mayoría de los emisores les interesa financiar cosas de más largo plazo. No están tan motivados para estar en el corto plazo. De manera que, en su criterio, esos temas deberían ser del resorte del CONASSIF o del regulador. Así, el Consejo de Valores no debería involucrarse en tanto detalle, porque son elementos que cambian en el tiempo. El señor **Bolaños** indicó, que en su criterio, deberían quedar algunas potestades justificadas, precisamente, en el hecho de que se estaba en un proceso de desarrollo del mercado secundario, en el cual todavía no están algunos de esos aspectos. Sin embargo, no trataría de utilizar esos porcentajes como un instrumento, por cuanto desconocía si era el adecuado. A raíz de una consulta del señor **Arce**, en el sentido de si se permanecería en el esquema actual de evitar títulos individuales o si se busca un esquema de certificados de depósito a plazo negociable con ciertas características, el señor **Bolaños** apuntó que, en realidad, se trataba de transiciones. No tiene claro si la ley debería dejar las condiciones excesivamente enmarcadas o si, más bien, debería existir cierta flexibilidad. Sería muy importante tomar en cuenta lo que mencionó el señor **Arias** en cuanto a la conveniencia de que haya condiciones.

Suficientemente analizado el tema, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores

**dispuso:**

Continuar analizando, en una próxima sesión, la presentación que, en torno al avance en la redacción de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores, estará llevando a cabo el Villegas.

**PUNTO 5.** *Convenio del Banco Central de Costa Rica y el Ministerio de Hacienda, para la creación de la Comisión de Coordinación de Deuda Soberana.*

Seguidamente el señor **Bolaños** informó al Consejo sobre los avances relacionados con un Convenio entre el Banco Central de Costa Rica y el Ministerio de Hacienda para la creación de la Comisión de Coordinación de Deuda Soberana.

Al respecto, informó que, luego de un amplio proceso de revisión y de aprobación de las áreas legales de ambas instituciones, se había llegado a un acuerdo en torno a dicho Convenio y, por tanto, se había procedido con su respectiva suscripción. De hecho, el 29 de abril se sostuvo una primera reunión coordinada por el señor Sáenz y el señor Rosales, para hacer de conocimiento de los miembros de dicha Comisión, los objetivos y tareas que se le asignan en el Convenio, entre otros aspectos.

Ante la solicitud del señor Libermann sobre cuáles son los esfuerzos que ésta realizando el Consejo para el Desarrollo del Mercado de Valores, el señor **Rosales** brindó un informe breve sobre los temas más relevantes que se están tratando, destacando que se han definido cuatro ejes principales de trabajo, a saber: deuda pública, compensación y liquidación, modificaciones de normativas y redacción de la nueva ley.

**Se dio por recibido.**

**PUNTO 5.** *Consulta sobre cronograma de presentación de borrador de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores.*

Ante una consulta sobre el particular por parte del señor **Libermann**, el señor **Villegas** dijo que la idea

era tener, para entre dos o tres meses, un primer borrador de la nueva ley. Se estará trabajando, con una comisión de abogados, en borradores parciales de ciertos capítulos. El siguiente paso es tener una primera reunión con la comisión de abogados, a mediados de mayo próximo. Como se ha conversado en oportunidades anteriores.

El señor **Bolaños** hizo hincapié en que, a todas luces, los miembros del Consejo eran conscientes que la aprobación de la nueva Ley Reguladora del Mercado de Valores implicaría mucho tiempo. A este respecto, el señor **Libermann** manifestó que había una ventaja desde el punto de vista de discusión. Hay varios proyectos importantes en la corriente legislativa, que tienen que ver con el área económica. Si se lograra incluir esa nueva ley en las sesiones ordinarias, quizás podría empezarse una pronta discusión. Sería ideal que, para setiembre u octubre próximos, pudiera tenerse presentada formalmente la nueva ley, ante el Poder Legislativo.

**A las 17:40 horas finalizó la sesión.**