

PJD-018

23 de Julio de 2008

Señor

MSc. Javier Cascante E., *Superintendente*
Superintendencia de Pensiones

Estimado señor:

Ante la consulta planteada por el señor Ernesto Hip Ureña, Gerente General de BN-Vital OPC, por medio del oficio **BNV-OPC-332-08**, según el cual somete a consideración de la Superintendencia, el Dictamen de la Dirección Jurídica del Banco Nacional, en relación con la viabilidad legal, de que los fondos de pensiones complementarios realicen inversiones en los instrumentos de la plataforma electrónica "Central Directo" del Banco Central de Costa Rica, nos permitimos emitir el siguiente criterio jurídico.

1) Consulta planteada

Mediante el oficio **BNV-OPC-332-08**, BN Vital OPC solicita a esta Superintendencia se pronuncie sobre la viabilidad legal de que los fondos administrados por BN Vital OPC realicen inversiones en los instrumentos de la plataforma electrónica "Central Directo" del Banco Central de Costa Rica.

Sobre el particular la entidad señala que la Bolsa Nacional de Valores mediante el Comunicado **0549/2008** del 02 de Mayo de 2008, hace del conocimiento del medio el pronunciamiento de la Procuraduría General de la República sobre la aplicación de las regulaciones de la oferta pública de valores al mecanismo de captación denominado "Central Directo" del Banco Central de Costa Rica.

En virtud de ello, BN Vital OPC planteó la consulta a la Dirección Jurídica del Banco Nacional de Costa Rica, con el objetivo de determinar la naturaleza del mecanismo "Central Directo" a la luz de las disposiciones del Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas.

Se adjunta dictamen **D.J./1107-2008 Ref-1665-2008** del 16 de Junio de 2008, emitido por la Dirección Jurídica del Banco Nacional de Costa Rica, en el cual se concluye lo siguiente:

"Valor del mes: Trabajo en Equipo"

“(…) Conociendo entonces que el ‘Central Directo’ es un valor individual e instrumento de política monetaria no sometido a la oferta pública de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, analizaremos el pertinente de conformidad con lo establecido en el ‘Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas’, que en su artículo 23 señala lo siguiente:

*Artículo 23. De los requisitos genéricos de los valores y emisores
(…)*

De este artículo se observa que el mismo no es aplicable a las inversiones en el ‘Central Directo’, por cuanto el mismo solamente es ajustable a ‘Las emisiones en el mercado de valores en que se invierten los recursos de los fondos administrados por las entidades reguladas... que obviamente exige que deben ‘estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o ser emitidos por entidades bajo la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras’, por tratarse de oferta pública de valores. Por ello, si el ‘Central Directo’ es un valor individual de política monetaria no sometido a la oferta pública de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, se encontrara excluido de este tipo de emisiones, y por lo tanto, no sujeto a los requisitos establecidos en este artículo.

Por otra parte, el mismo reglamento establece en relación con la inversión de los recursos administrados por las entidades reguladas, lo siguiente:

*Artículo 25. De los tipos de valores
(…)*

A primera vista podría pensarse que este artículo excluye a las inversiones en ‘Central Directo’ pues no los considera dentro del listado de inversiones en el mercado de valores costarricense. Sin embargo, si se presta atención vemos que el mismo artículo indica que ‘los recursos administrados por las entidades reguladas podrán ser invertidos...’ (de poder, facultad, capacidad, posibilidad) es decir, se refiere a una lista ilustrativa y no taxativa, por lo que no se excluyen de ninguna manera las inversiones en ‘Central Directo’...

De esto se observa que las inversiones en “Central Directo” pueden considerarse como una especie de captación en el mercado primario, a través de la cual el Banco Central realiza sus actividades de política monetaria; y por así disponerlo su Ley Orgánica, en su artículo 74, no está sujeta a ningún tipo de autorización, supervisión o disposición de la Superintendencia General de Valores. Por ello, las entidades reguladas sí pueden invertir en el “Central Directo”, pues como valor individual, y representativo del ejercicio de uno

de los instrumentos de la política monetaria, no se encuentra sometido a la oferta pública de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, puede ser transado directamente en el mercado primario con absoluta independencia de cualquier autorización o disposición de la Superintendencia General de Valores, incluso por no encontrarse sujeta a lo establecido en el artículo 10 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.”

2) Sobre la plataforma electrónica denominada “Central Directo”

“*Central Directo*”, es un portal web construido por el Banco Central de Costa Rica sobre la plataforma de Internet que le ofrece a los ahorrantes la oportunidad de invertir su dinero directamente en el Instituto Emisor. Pueden ser clientes de este mecanismo de captación de recursos, los inversionistas que tengan una cuenta cliente abierta en cualquier entidad financiera del país, ser una persona jurídica o física con cédula de identidad nacional o cédula de residente; contar con acceso a Internet y poseer dirección de correo electrónico.

El Reglamento de “*Central Directo*” (en adelante RCD) establece claramente que se trata de un portal de inversiones sobre INTERNET, que tiene soporte tecnológico en el Sistema Interbancario de Negociación de Pagos Electrónicos (SINPE) y que propicia la negociación de inversiones, depósitos o valores con inversionistas.

“*Central Directo*” es un mecanismo de captación de recursos y movilización de fondos, que pueden consistir en inversiones, depósitos o valores. Estos son los tres instrumentos financieros que ofrece “*Central Directo*” a los inversionistas. Las características de estos instrumentos financieros son determinadas por la Junta Directiva del Banco Central, que fija también las condiciones en que los instrumentos serán ofrecidos a los inversionistas. Dichos instrumentos pueden ser adquiridos por el inversionista mediante una orden de inversión que deben ser registradas en “*Central Directo*”.

Hay inversión a partir de que el Banco Central cobra el monto invertido por el inversionista (artículo 70 del RCD). Las órdenes de inversión deben corresponder a las condiciones de plazo, moneda, monto mínimo, múltiplos y periodicidad del pago de interés que hayan sido ofrecidos por el Banco Central (artículo 68 del RCD). Todos los movimientos de fondos del inversionista relacionados con “*Central Directo*” se hacen por medio de una cuenta cliente de inversión (artículo 46 RCD). Esta cuenta electrónica es un requisito indispensable para operar a través del “*Central Directo*”, puesto que es el medio para realizar el pago de las inversiones (artículo 44 RCD).

A raíz de la puesta en marcha de este mecanismo de captación de recursos y movilización de fondos del público, surgió la duda de si los valores que el Banco Central emite y negocia a través

de “*Central Directo*” están sujetos o no a las regulaciones de oferta pública en valores establecidos en la *Ley Reguladora del Mercado de Valores*.

La Procuraduría General de la República en dictamen C-135-2008 analizó el tema y concluyó lo siguiente:

1. *La Ley Reguladora del Mercado de Valores, No.7732 de 17 de diciembre de 1997, regula la oferta pública de valores como invitación al público en general o a determinados segmentos de éste para realizar cualquier acto jurídico referido a la colocación, adquisición o disposición de valores.*
2. *La oferta pública de valores está sujeta a autorización. Lo que significa que los diversos agentes económicos, personas físicas o jurídicas, públicas o privadas, no son libres para decidir y realizar ofertas públicas de valores.*
3. *Para el oferente, la emisión de valores negociables es un mecanismo de obtención de financiamiento, ya que se busca captar el ahorro del público y orientarlo a los propósitos del oferente. Al tratarse de un mecanismo de captación debe sujetarse al ordenamiento del mercado y al control que este implica.*
4. *La sujeción al procedimiento establecido por los artículos 11 y siguientes de la Ley Reguladora del Mercado de Valores constituye una manifestación de la vigilancia del Estado sobre el sistema financiero, dirigida a garantizar los derechos de los inversionistas y la tutela de la confianza en y dentro del mercado. Esta limitación de las facultades del oferente se justifica y es parte de la ordenación del mercado financiero.*
5. *La oferta pública de valores regulada por la Ley Reguladora del Mercado de Valores concierne valores emitidos en serie que representan o son fácilmente convertibles en dinero y susceptibles de ser negociados en el mercado de valores. En ese sentido, dicha Ley no comprende todo tipo de valores y no todo tipo de valor puede ser objeto de oferta pública de valores.*
6. *Salvo los valores individuales emitidos por las entidades financieras sujetas a fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras, los valores objeto de oferta pública deben ser seriados y negociables en un mercado de valores, sea primario, sea secundario.*
7. *En ese sentido, un valor es negociable cuando puede ser transmitido en un mercado organizado, sea este primario, sea secundario; en general, si es susceptible de tráfico generalizado e impersonal.*

8. *Ese carácter es predicable de los valores desmaterializados. Los valores anotados en cuenta son, así, negociables a través de la oferta pública de valores.*

9. *Conforme el Reglamento que lo rige, el Portal de Internet “Central Directo” del Banco Central de Costa Rica es un mecanismo de captación de recursos y movilización de fondos del público. En la medida en que Central Directo constituye una propuesta del Banco Central dirigida a emitir, colocar, negociar o comerciar valores entre el público inversionista, puede considerarse que en Portal “Central hay una oferta pública de valores.*

10. *El derecho que surge como consecuencia de un depósito electrónico en Central Directo puede considerarse un valor, en tanto derecho de significado económico. Es, empero, un valor de carácter individual.*

11. *Además, por disposición del Reglamento de Central Directo estos valores individuales no son negociables: el Banco Central capta mediante la colocación de instrumentos financieros no negociables. Si no son negociables no pueden ser objeto de oferta en un mercado de valores, particularmente en un mercado secundario. Por consiguiente, al no ser negociables, respecto de ellos no procedería una oferta pública de valores, en los términos de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.*

12. *No obstante, si dichos valores son ofertados por el Banco Central ello se debe a que su emisión y colocación es manifestación de la política monetaria, cuya definición y ejecución corresponde al Banco Central.*

13. *Los instrumentos financieros ofrecidos por Central Directo se conforman con el objetivo fundamental del Banco Central: mantener la estabilidad interna y externa de la moneda nacional. En ese sentido, la emisión de valores, los depósitos cumplen objetivos monetarios.*

14. *Ergo, la captación del ahorro del público a través de Central Directo encuentra fundamento en lo dispuesto en los artículos 60, 61 y siguientes de la Ley Orgánica del Banco Central.*

15. *De acuerdo con el artículo 73 de esa Ley, las operaciones de mercado abierto son un instrumento para manejar liquidez y tasas de interés. Por consiguiente, a través de la participación del Banco Central en los mercados no se busca el financiamiento, sino alcanzar los objetivos que definen la Autoridad Monetaria.*

16. Consecuentemente, puede afirmarse que la emisión de valores, individuales o en serie según se trate son parte de los poderes-deberes de la Autoridad Monetaria, reconocidos por la Ley Orgánica del Banco Central y regulados por ésta.

17. La independencia que se predica de la Autoridad Monetaria excluye la participación de terceros en la conducción de la política monetaria. En ese sentido, la independencia excluye que las decisiones monetarias estén sujetas a la autorización de otro organismo distinto del Banco Central.

18. La Ley Orgánica del Banco Central no ha previsto que el Banco Central reciba supervisión por parte de los supervisores del sistema financiero y, en particular, de la Superintendencia General de Valores. La sujeción de decisiones monetarias a esa supervisión lesiona la autonomía de la Autoridad Monetaria.

19. En ese sentido, la amplia competencia que la Superintendencia General de Valores ejerce sobre los mercados de valores, sus actos y participantes tiene como límite el ejercicio de las potestades propias de la Autoridad Monetaria. Por lo que, el ofrecimiento de valores individuales por parte del Banco Central a través de Central Directo no requiere autorización de la Superintendencia ni se sujeta a su control en los términos indicados. (El resaltado no es del original)

3) Normativa aplicable y análisis de lo consultado

En materia de inversión de los recursos de los fondos administrados por las entidades autorizadas, el artículo 42 inciso a) de la Ley de Protección al Trabajador, establece como obligación de las operadoras de pensiones, entre otras, el responsabilizarse por la administración de los ahorros de los afiliados. No obstante, la normativa prudencial existente, así como reiterada doctrina y jurisprudencia, establecen que dicha administración, se encuentra sometida a un régimen especial de regulación y supervisión. Dicho régimen, en términos generales, se orienta a la solvencia y rentabilidad del sistema y ante todo, a la protección de los derechos de los trabajadores.

En virtud de lo señalado, según lo dispuesto en los artículos 59 y siguientes de la Ley de Protección al Trabajador queda claro que la inversión de los recursos que administran las entidades reguladas por la SUPEN está sujeta a lo dispuesto en la Ley de Protección del Trabajador, en el Reglamento de Inversiones de la Entidades Reguladas, lo que disponga el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y lo establecido mediante Acuerdo por el Superintendente de Pensiones.

El legislador en el artículo 60 de la señalada Ley, estableció taxativamente los principios rectores de las inversiones que se realizan con recursos administrados por cualquiera de las entidades supervisadas por la Superintendencia de Pensiones. En ese sentido, dispone que las entidades autorizadas y reguladas por la Superintendencia, deberán invertir los recursos de los fondos por ellas administrados tomando en consideración, lo siguiente:

- *Los recursos deberán ser invertidos en provecho de los afiliados, procurando el equilibrio entre seguridad, rentabilidad y liquidez.*
- ***En valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o en valores emitidos por entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras.***
- *Deberán estar calificados, conforme a las disposiciones legales vigentes y las regulaciones emitidas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero.*
- *Deberán negociarse mediante los mercados autorizados con base en la Ley Reguladora del Mercado de Valores o directamente en las entidades financieras debidamente autorizadas. (El resaltado no es del original)*

Según lo indicado por la Procuraduría General de la República en dictamen **C-135-2008** citado, la participación del Banco Central en el mercado de valores, obedece a objetivos distintos de los regulados por la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* en cuanto a oferta pública de valores se trata. Por ello, los valores emitidos por dicho ente no están sujetos a la competencia de la Superintendencia General de Valores. En consecuencia, no están inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Tampoco se trata de valores emitidos por entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras. Por consiguiente, los valores emitidos por el mecanismo de captación de recursos y movilización de fondos denominado “*Central Directo*” no cumplen con lo dispuesto en el inciso c) del artículo 60 de la Ley de Protección al Trabajador.

Sobre este tema, el órgano asesor señaló en lo que interesa lo siguiente:

“...La participación del Banco Central en el mercado de valores responde a objetivos distintos de los que están presentes en las ofertas públicas de valores reguladas por la Ley Reguladora del Mercado de Valores. En tanto instrumentos de política monetaria se benefician de la independencia de la Autoridad Monetaria, lo que excluye la competencia de la Superintendencia General de Valores (...)

Resulta incompatible con la independencia de la Autoridad Monetaria el establecimiento de factores institucionales que tiendan a sujetar al Banco Central a instrucciones,

autorizaciones, suspensiones o a la competencia de anulación administrativa de las decisiones de política monetaria. La autorización para ejercer un determinado instrumento monetario implicaría un límite a la citada independencia, puesto que la banca central vería limitada sus facultades para establecer la estrategia tendiente a concretar los objetivos antes definidos, debiendo sujetarse a un acto concreto y previo de otro órgano administrativo. La decisión de utilizar X instrumento dependería del órgano encargado de dar la autorización, a quien se reconocería una facultad de vigilar y controlar la política monetaria y su ejercicio(...)

Respecto de la autorización de la emisión de valores individuales y de la realización de oferta en el mercado de valores, podría argumentarse que la sujeción a la competencia de la Superintendencia General de Valores se justifica en la existencia de la apelación al ahorro del público. El principio de protección del ahorro del público implica que toda captación de fondos debe ser objeto de control. (...)

Empero, como se ha indicado, la captación de depósitos y la emisión de valores por parte del Banco Central responde a los objetivos de estabilización monetaria, lo que le obliga a retirar de circulación el dinero fruto de esa captación o emisión. Fines radicalmente diferentes a los que mueven a otros participantes en el mercado de valores. Simplemente estas participaciones no solo una vía de financiamiento del Banco Central sino instrumentos de política económica y monetaria...

... Para que un banco central se sujete a la supervisión prudencial de otro organismo, la función fiscalizada no debe enmarcarse dentro del concepto de Autoridad Monetaria. Es particularmente el caso de los bancos centrales que ejercen funciones de banca comercial. Supuesto bajo el cual podría considerarse de principio la supervisión prudencial respecto de un banco central. “

Por su parte, *Reglamento de Inversiones de las Entidades Reguladas* (en adelante el Reglamento), dispone de forma taxativa que para el caso de las emisiones en el mercado de valores costarricense, los recursos de los fondos administrados por dichas entidades deben cumplir con los siguientes requisitos:

“Artículo 23.- De los requisitos genéricos de los valores y emisiones

Las emisiones en el mercado de valores costarricense en que se inviertan los recursos de los fondos administrados por las entidades reguladas, deberán cumplir con los siguientes requisitos:

a. Deben estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios o ser emitidos por entidades bajo la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras.

b. Los fondos de inversión y los emisores de títulos individuales emitidos por entidades financieras supervisadas por la Superintendencia de Entidades Financieras deberán tener una calificación de riesgo al menos de “A”.

c. Podrán estar denominados en moneda nacional, en dólares, libras esterlinas, yenes o en euros.

d. Las operaciones que se realicen deberán ser al contado, a excepción de las recompras y los reportos.

e. La entidad emisora de los valores emitidos por entidades del Sistema Financiero Nacional para la Vivienda, adquiridos en cumplimiento del artículo 61 de la Ley 7983, deberá estar situada en el grado de riesgo normal según la normativa emitida por la Superintendencia General de Entidades Financieras. La entidad deberá establecer de manera explícita la política, procedimientos y verificación de requisitos para el cumplimiento de este límite. Las inversiones señaladas en este párrafo deberán ajustarse a los requisitos y límites definidos en este Reglamento.” (El resaltado no es del original)

Como ya se indicó los valores emitidos por el “Central Directo” no cumple con lo establecido en el inciso a) de dicha norma al no estar inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios ni se emitidas por entidades bajo la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras, por lo que los recursos de los fondos administrados por las entidades reguladas no podrán invertirse en dichos valores.

Si bien los instrumentos emitidos por el Banco Central por sus características son valores individuales, en términos de la *Ley Reguladora del Mercado de Valores* la entidad que emite dichos instrumentos debe estar sujeta a la fiscalización de la SUGEF, situación que no se da en los valores emitidos por el “Central Directo”. Desde este punto de vista, no se cumple con lo dispuesto en el inciso b) del artículo 23 supra citado. Por consiguiente, existe una razón adicional para concluir que los recursos de los fondos administrados por las entidades reguladas no podrán invertirse en dichos valores.

Sobre lo anterior, la Procuraduría en el mismo dictamen aquí analizado, indicó lo siguiente:

“... Interesa recalcar que la entidad que emite el valor individual transable en el mercado de valores debe estar sujeta a fiscalización de la SUGEF. Este requisito es consecuencia

misma de la razón por la cual no se sujetan estos certificados a las reglas sobre oferta pública de valores. Por una parte, la realización de operaciones pasivas es parte del objeto social de la entidad financiera (captación de recursos del público). Por otra parte, las regulaciones sobre oferta pública de valores tienden a favorecer el desarrollo del mercado y a proteger el ahorro del público. Una protección que en el caso de las entidades financieras deriva de la sujeción a la normativa prudencial sobre crédito e inversión y en particular, de la supervisión que ejerce la SUGEF. Si una entidad no está sujeta a la competencia de la SUGEF, no puede emitir valores individuales negociables en el mercado de valores. (...)

En consecuencia, en los términos de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, para determinar si un valor individual de deuda puede ser objeto de oferta pública de valores, debe precisarse si quien lo emite es una entidad fiscalizada por la Superintendencia General de Entidades Financiera.

Lo anterior es relevante porque la fiscalización por la SUGEF deriva de lo dispuesto en los artículos 116 y 117 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica. De dichos numerales se deriva en forma clara y contundente que el Banco Central de Costa Rica no es objeto de fiscalización por parte de la Superintendencia General de Entidades Financieras. Adelantando lo que se dirá de seguido, cabe resaltar que la captación de depósitos por parte del Banco Central tiene un alcance diferente a la captación por parte de las entidades financieras. Los intermediarios financieros captan el ahorro en los diferentes depósitos para conceder créditos. La captación por el Banco Central cumple finalidades monetarias.

Al no ser el Banco Central fiscalizado por la SUGEF, podría decirse que el artículo 10 no ha excepcionado al Banco Central a efecto de que los valores individuales que emita sean objeto de oferta pública de valores. Lo que podría llevar a interpretar que los valores individuales del Banco Central no pueden ser objeto de negociación en un mercado de valores..."

Sobre el tipo de valores e instrumentos en los cuales podrán invertirse los recursos administrados por las entidades reguladas el artículo 25 del *Reglamento de Inversiones*, establece los siguientes:

"...

- a) Valores representativos de deuda emitidos en serie.*
- b) Valores individuales de deuda con plazo de vencimiento de hasta 360 días emitidos por las entidades financieras supervisadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras.*

c) Bonos u obligaciones convertibles en acciones comunes o preferentes.

d) Acciones comunes o preferentes de sociedades anónimas.

e) Valores o instrumentos de inversión estructurados producto de procesos de titularización.

f) Operaciones de recompra y reportos, realizados en los recintos y bajo las regulaciones establecidas por las bolsas de valores autorizadas por la Superintendencia General de Valores, en tanto el activo financiero subyacente cumpla con los requisitos indicados en este reglamento.

Únicamente se permitirá este tipo de operaciones como instrumento de inversión. Los fondos deberán mantener, exclusivamente, posiciones de venta a plazo.

La moneda en la que se realicen estas operaciones deberá ser aquella en la que esté denominada el subyacente respectivo.

g) Títulos de participación emitidos por fondos de inversión.

(...)"

Los valores emitidos por el Banco Central a través de "Central Directo" no tienen las características de ser *valores representativos de deuda emitidos en serie*. Dichos valores no tienen la característica de estandarización, ya que por su naturaleza no pueden ser emitidos en serie o en forma masiva. El banco emisor desconoce cuál es el monto total de endeudamiento en que puede incurrir, ni hay series que correspondan a valores homogéneos de emisión. Por consiguiente los recursos de los fondos administrados por las entidades reguladas no podrán invertirse en este valor, por cuanto no cumplen con lo dispuesto en el inciso a) del artículo 25 citado.

De igual forma, el dictamen C-135-2008 de la Procuraduría General de la República, se refiere a los valores emitidos en serie y señala en lo que interesa:

"...Para efectos de la oferta pública de valores, los valores deben presentar determinadas características. De conformidad con el artículo 10 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, como se indicó anteriormente, es necesario que el valor sea en masa o serie.

(...)

*El certificado de depósito, electrónico o materializado en un título, es un valor individual (...). Consecuentemente, respecto del certificado de depósito no concurre uno de los requisitos fundamentales para que haya oferta pública de valores, sea la estandarización. **Esta ausencia de estandarización es más visible en los certificados electrónicos que por su propia naturaleza no pueden ser emitidos en serie o en forma***

masiva. El banco emisor desconoce cuál es el monto total de endeudamiento en que puede incurrir. No hay series que correspondan a valores homogéneos de emisión.

Ahora bien, la oferta pública de un valor individual no está excluida en forma absoluta por la Ley Reguladora del Mercado de Valores. El segundo párrafo del artículo 10 (...) establece una excepción para los valores individuales. Estos valores en tanto expresen una deuda de las entidades sujetas a fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financiera pueden ser objeto de oferta pública en los mercados de valores. Al incluir los valores individuales de deuda, el artículo está contemplando cualquier valor individual que pueda ser emitido por la entidad financiera en su condición de intermediario financiero. Los valores individuales emitidos por las entidades financieras pueden ser negociados en bolsa (mercado secundario). Para ello es condición, artículo 22 de la ley N. 7732, que su plazo no exceda los 360 días. Este numeral expresamente autoriza que estos valores individuales sean objeto de oferta pública y formen parte de la cartera de fondos de inversión, esto último siempre que se trate de fondos de inversión de corto plazo o del mercado de dinero..."

Otra de las características de los valores emitidos mediante el "Central Directo" es que si bien el registro o certificado electrónico adquiere las características de los títulos valores, no puede ser confundido con un valor negociable sujeto a regulación de los mercados de valores organizados. En ese sentido, el registro no cumple las funciones que otorga el Registro Nacional de Valores e Intermediarios creado por la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

Sobre este particular indica la Procuraduría que:

"...los valores deben poder ser objeto de tráfico en un mercado de valores, sea primario o secundario.

En los términos del artículo 2 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores puede considerarse que el depósito electrónico en Central Directo es expresión de un derecho económico, que se incorpora a un documento electrónico pero cuya negociabilidad no resulta evidente. El artículo 1 del Reglamento de "Central Directo" hace referencia a la negociación de inversiones. No obstante, al definir el Registro, lo define como:

"RDD: Servicio Registro de Deuda en Depósito, mediante el cual el BCCR administra la anotación de las captaciones realizadas mediante la colocación de instrumentos financieros no negociables".

Carácter no negociable que se reafirma en el artículo 13. Pareciera, entonces, que el Banco Central ha definido que los depósitos que capta electrónicamente no son

negociables. Por consiguiente, no podrían ser objeto de oferta en un mercado de valores, particularmente en un mercado secundario.

... la función del registro electrónico administrado por “Central Directo” es la de un respaldo de las operaciones de los participantes en Central Directo, sin que en modo alguno se constituya en un medio de transmisibilidad del derecho. El artículo 42 del Reglamento estipula que el registro electrónico es un respaldo pleno de las operaciones del Banco Central y de los inversionistas participantes en Central Directo. Prueban la operación sin que ese efecto probatorio pretenda la circulación del bien.

La información que se registra en Central Directo, sobre todo de movimientos de fondos, es de “carácter confidencial”, artículo 43 del Reglamento; por lo que solo puede ser entregada al inversionista titular de las operaciones que lo solicita, a la autoridad judicial competente o en otros casos establecidos por la Ley. El registro no cumple la función de publicidad de la operación ni del derecho patrimonial a que puede referirse un valor. Por lo que de ese registro no puede derivarse su negociabilidad. En ese sentido, el registro no cumple las funciones que otorga el Registro Nacional de Valores e Intermediarios creado por la Ley Reguladora del Mercado de Valores y a que se ha hecho referencia anteriormente, así como tampoco la anotación electrónica tiene los mismos alcances que las anotaciones electrónicas en cuenta reguladas por la Ley 7732 en sus artículos 115 y siguientes. De los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta se predica su negociabilidad, en cuyo caso la transmisión tiene lugar por la inscripción en el correspondiente registro contable.

Si, conforme lo ha definido el Banco Central los valores que origina la operación de Central Directo no son negociables, habría que concluir que la configuración de dichos valores excluye por sí misma la negociación en un mercado de valores. Por lo que respecto de ellos no procedería la oferta pública de valores regulada por la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

(...)”

4) Conclusiones

De conformidad con los razonamientos expuestos, citas legales, reglamentarias y jurisprudencia administrativa analizadas, se concluye lo siguiente:

- ✓ Las entidades autorizadas y reguladas por la Superintendencia de Pensiones, deberán invertir los recursos de los fondos por ellas administrados, en valores inscritos en el

PJD-018

Página No.14

Registro Nacional de Valores e Intermediarios o emitidos por entidades bajo la supervisión de la Superintendencia General de Entidades Financieras.

- ✓ Los valores emitidos por el mecanismo de captación de recursos y movilización de fondos denominado “*Central Directo*” no están sujetos a la competencia de la Superintendencia General de Valores, por ende, no están inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
- ✓ Los valores emitidos por el mecanismo de captación de recursos y movilización de fondos denominado “*Central Directo*” no cumplen con lo dispuesto en el inciso c) del artículo 60 de la Ley de Protección al Trabajador, incisos a y b) b) del artículo 23 ni configuran los supuestos del artículo 25, ambas normas del *Reglamento de Inversiones de la Entidades Reguladas*.

Cordialmente,

DIVISIÓN ASESORÍA JURIDICA



Ana Matilde Rojas R.
Abogada encargada



Silvia Canales C.
Directora