

**BOLSA NACIONAL DE VALORES, S. A.**  
**Dirección de Asesoría Legal**  
**AL-035-08**

**PARA:** José Rafael Brenes Vega, Gerente

**DE:** María José Cole H. Directora

**ASUNTO:** **PROCEDENCIA LEGAL DE LA PARTICIPACIÓN DE ENTIDADES PÚBLICAS EN EL CAPITAL SOCIAL DE LAS CENTRALES DE VALORES**

**FECHA:** 13 de mayo de 2008

---

## **I. Consulta**

La consulta que se nos plantea consiste en determinar la procedencia legal de la participación de las entidades públicas que ostentan la condición de entidades adheridas al Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta, en el capital social de una central de valores, constituida de conformidad con los requisitos establecidos por el artículo 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

En nuestro criterio, las entidades públicas que ostentan la condición de entidades adheridas al Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta están plenamente facultadas para participar en el capital social de una central de valores, al tenor de lo dispuesto por el artículo 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y sin perjuicio de sus limitaciones particulares respecto a participaciones sociales en sociedades mercantiles, por las razones que se exponen a continuación.

## **II. Análisis**

### **1. Naturaleza de las centrales de valores**

Las centrales de valores, bajo el enfoque legal actual, son empresas que forman parte del Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta y cuyo objetivo es brindar servicios de administración del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta pertenecientes a emisiones de emisores privados.

Para ello, pueden brindar también el servicio de administración y custodia de los libros de registro de accionistas de dichos emisores.

Dichas potestades se encuentran reguladas por el artículo 117 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, que dispone lo siguiente:

**“Artículo 117.- Registro contable de valores**

El registro contable de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta que se encuentren inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, será llevado por un sistema de dos niveles:

a) El primer nivel se constituirá como único Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta, establecido según los lineamientos definidos por la Superintendencia y conformado por las siguientes entidades miembros:

1. El Banco Central de Costa Rica será el responsable de administrar el registro de las emisiones del Estado y las instituciones públicas y podrá delegar, total o parcialmente, la administración de dicho registro en otra de las entidades miembros del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta. En este caso, dos representantes designados por la Junta Directiva del Banco Central deberán integrarse a la junta directiva de la respectiva entidad, para lo cual esta última deberá introducir las modificaciones estatutarias respectivas. Asimismo, la entidad delegada deberá cumplir con las demás condiciones establecidas en el acuerdo de la Junta Directiva del - Banco Central que disponga la delegación.

2. **Las centrales de valores autorizadas por la Superintendencia serán las responsables de administrar el registro de las emisiones de los emisores privados; para esto, podrán brindar, además, el servicio de administración y custodia de los libros de registro de accionistas de dichos emisores.**

La Superintendencia deberá velar porque las entidades miembros cumplan con estándares que garanticen la debida integración operacional del Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta.

b) **El segundo nivel estará constituido por las entidades adheridas al Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta, que podrán ser todas las autorizadas para prestar servicios de custodia y los miembros liquidadores del Sistema Nacional de Compensación y Liquidación de Valores, cuando cumplan, además, con los requisitos especiales que la Superintendencia establezca para adherirse. No podrá negarse la adhesión a las**

**entidades que hayan sido autorizadas por la Superintendencia**".  
(El énfasis no corresponde al original).

Esta norma establece un sistema de dos niveles que componen el registro contable de valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta, siendo que el primer nivel se encuentra conformado por dos tipos de "entidades miembro":

- (a) El Banco Central de Costa Rica, responsable de administrar el registro de las emisiones del Estado y las instituciones públicas; y
- (b) Las centrales de valores autorizadas por la Superintendencia General de Valores, responsables de administrar el registro de las emisiones de los emisores privados.

El segundo nivel está conformado por entidades que la Ley denomina "entidades adheridas" al Sistema Nacional de Registro de las Anotaciones en Cuenta, que pueden ser todas aquellas entidades autorizadas para prestar servicios de custodia, así como los miembros liquidadores del Sistema Nacional de Compensación y Liquidación de Valores, cuando cumplan además los requisitos especiales que la Superintendencia establezca para adherirse.

Resulta de particular importancia para el tema de la presente consulta lo dispuesto por el párrafo final del artículo 117 supra transcrito, en el sentido de que **no podrá negarse la adhesión al Sistema Nacional de Registro de las Anotaciones en Cuenta a las entidades que hayan sido autorizadas por la Superintendencia General de Valores, sin particular distinción sobre la naturaleza jurídica particular de la entidad adherida o de su condición pública o privada.**

## **2. Requisitos de autorización de las centrales de valores: Distribución del capital social**

Para el caso particular de las centrales de valores, el artículo 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores establece los requisitos que deben cumplir para su constitución y autorización por parte de la Superintendencia:

### **"Artículo 119.- Normas para Entidades del Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta**

Las entidades miembros del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta además estarán sujetas a las siguientes normas:

- a) **Las centrales de valores deberán ser autorizadas previamente por la Superintendencia, la cual deberá aprobar su constitución, sus estatutos y sus reglamentos de previo a su funcionamiento,** así como sus modificaciones posteriores y la suscripción y

transmisión de acciones, para lo cual establecerá los criterios que deberán seguirse para valorar el precio de las acciones.

- b) En la prestación de servicios, no podrán discriminar a los usuarios del Sistema nacional de registro de anotaciones en cuenta, quienes deberán tener sus cuentas por medio de las entidades adheridas al sistema.
- c) Deberán garantizar la confidencialidad de la identidad de los propietarios de los valores, conforme a las normas de la Superintendencia.
- d) Deberán mantener la rentabilidad de su patrimonio, de manera que cumplan con los montos y requisitos patrimoniales fijados por la Superintendencia y recuperen de sus usuarios el costo de los servicios prestados.
- e) **Las centrales de valores deberán contar con un capital mínimo acorde con lo que establezca, reglamentariamente, la Superintendencia. Las bolsas de valores podrán participar hasta en el cuarenta por ciento (40%) del capital de una central de valores. Si fueren varias bolsas, dicho porcentaje se distribuirá en partes iguales, salvo que alguna bolsa decida tener una participación inferior. El resto del capital deberá distribuirse, proporcionalmente, entre las entidades adheridas que utilicen los servicios de la respectiva central de valores.** Para efectos del cálculo de la participación accionaria, se contabilizarán las participaciones indirectas, en la forma que lo determine el reglamento de la Superintendencia.” (El énfasis no corresponde al original).

Respecto del capital social de las centrales de valores y en concordancia con lo dispuesto en por el inciso e) del artículo 119 supra transcrito, el artículo 22 del Reglamento del Sistema de Anotación en Cuenta aprobado por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero mediante artículo 10 del acta de la sesión 606-2006, celebrada el 28 de septiembre del 2006 y publicado en el Diario Oficial La Gaceta No. 198 del 17 de octubre del 2006, dispone:

**“Artículo 22. Distribución del capital**

**Las bolsas de valores pueden participar hasta en el cuarenta por ciento (40%) del capital de una central de valores autorizada** para operar como miembro del Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta. Si fueren varias bolsas, dicho porcentaje se debe distribuir en partes iguales, salvo que alguna bolsa decida tener una participación inferior. **El resto del capital debe distribuirse, proporcionalmente, entre las entidades adheridas al Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta que utilicen los servicios de la respectiva central de valores.**

Para efectos del cálculo de la participación accionaria, en el caso de los puestos de bolsa se computará como parte de su participación el porcentaje que proporcionalmente les corresponda del capital adquirido por la bolsa de la que forma parte.” (El énfasis no corresponde al original).

De las normas transcritas se derivan varios elementos importantes que deben cumplirse en la conformación del capital social de las centrales de valores:

- a) **Capital mínimo.** Las centrales de valores deben contar con un capital social mínimo acorde con lo establecido reglamentariamente por la Superintendencia. Sobre este punto, el artículo 24 del Reglamento del Sistema de Anotación en Cuenta señala que el capital mínimo de las centrales de valores corresponde a la suma de 450 millones de colones, según se indica a continuación:

**“Artículo 24. Requisitos adicionales de funcionamiento**

Las centrales de valores que deseen prestar los servicios de administración del registro contable de valores mediante anotación electrónica en cuenta, ya sea de emisiones públicas o privadas, deben reunir los siguientes requisitos de funcionamiento:

- a) **Contar con un capital mínimo, suscrito y pagado inicialmente en efectivo de cuatrocientos cincuenta millones de colones**, distribuido de conformidad con lo establecido en el Artículo 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores. Este capital será actualizado anualmente por el Superintendente General de Valores con base en el índice de precios al consumidor.
  - b) Los directivos, gerentes y representantes legales deben ser personas de reconocida solvencia moral; los gerentes además deben contar con amplia capacidad y experiencia en el sistema financiero.
  - c) Cumplir con los requisitos funcionales operativos y tecnológicos establecidos en el presente Reglamento.” (El énfasis no corresponde al original).
- b) **Distribución del capital social.** Los artículos 119 inciso e) de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y 22 del Reglamento del Sistema de Anotación en Cuenta establecen las reglas de distribución del capital social de las centrales de valores, el cual deberá repartirse de la siguiente forma:
    - i. Hasta un **40% entre las bolsas de valores**; y

- ii. El **60% restante deberá distribuirse proporcionalmente entre las entidades adheridas** que utilicen los servicios de la respectiva central de valores.

Estas reglas de distribución del capital social no sólo definen los porcentajes de participación accionaria que deben respetar los diferentes tipos de accionistas de la sociedad correspondiente (40% máximo para bolsas de valores y 60% para entidades adheridas), sino que también establecen –como principio general– la **participación obligatoria de las entidades adheridas en el capital social de una central de valores**, en el tanto dichas entidades vayan a utilizar los servicios de la respectiva central de valores. En otras palabras, para que las entidades adheridas puedan utilizar los servicios de una central de valores, **la Ley las obliga a participar como accionistas en el capital social de dicha entidad**, en forma proporcional al resto de entidades adheridas que participen en la respectiva central de valores.

**En estos términos, el inciso e) del artículo 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores contiene una autorización legal expresa para las entidades adheridas de participar en el capital accionario de las centrales de valores que vayan a ofrecerles sus servicios.**

Como se indicó anteriormente, por **entidades adheridas** se entiende:

- i. Todas aquellas entidades autorizadas para prestar servicios de custodia; y
- ii. Los miembros liquidadores del Sistema Nacional de Compensación y Liquidación de Valores, cuando cumplan además con los requisitos especiales que la Superintendencia establezca para adherirse.

Para definir cuáles son las **entidades autorizadas para prestar los servicios de custodia**, así como las entidades que podrán ser **miembros liquidadores** del Sistema Nacional de Compensación y Liquidación de Valores, se debe recurrir a los artículos 128 y 134 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, que indican lo siguiente:

**“Artículo 128.- Miembros liquidadores y accionistas**

**Podrán ser miembros liquidadores** y accionistas de las sociedades de compensación y liquidación, **los puestos de bolsa, los bancos y las instituciones públicas que cumplan con los requisitos especiales que, para el efecto, la Superintendencia establezca**. La Superintendencia podrá autorizar y, en tal caso, reglamentar la liquidación de las operaciones de mercados de derivados por

medio de sociedades y sistemas distintos de los previstos en este capítulo.” (El énfasis no corresponde al original).

**“Artículo 134.- Entidades autorizadas**

**El servicio de custodia de títulos valores y la oferta de dicho servicio únicamente lo podrán prestar sociedades anónimas denominadas centrales de valores**, previamente autorizadas por la Superintendencia y constituidas con el único fin de prestar los servicios que autoriza la presente ley, **así como los puestos de bolsa y las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras**. La prestación del servicio de custodia podrá incluir los servicios de administración de los derechos patrimoniales relacionados con los valores en custodia.

Las instituciones públicas podrán utilizar los servicios de custodia y administración que brinde cualquiera de las entidades autorizadas por la Superintendencia, sin perjuicio de las disposiciones aplicables en materia de contratación administrativa.

Corresponderá a la Superintendencia la supervisión, determinación de las normas prudenciales y la sanción de las entidades mencionadas en el párrafo anterior en cuanto a su actividad de custodia de valores. Si se tratare de entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras, la Superintendencia deberá establecer los mecanismos de coordinación necesarios, de manera que sea la primera la que solicite y canalice la información de dichas entidades relacionadas con los servicios de custodia de valores.

La autorización otorgada por la Superintendencia a una central de valores no es transferible y obligará a iniciar las actividades de custodia en el plazo máximo de un año a partir de la autorización. En caso contrario, caducará la autorización”. (El énfasis no corresponde al original).

En este sentido, por **entidades autorizadas para prestar los servicios de custodia**, debe entenderse **las centrales de valores, los puestos de bolsa y las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras (SUGEF)**.

Asimismo, por **miembros liquidadores** se debe entender **los puestos de bolsa, los bancos y las instituciones públicas que cumplan con los requisitos especiales que establezca la Superintendencia**.

Una vez aclarados los requisitos que debe cumplir el capital social de las centrales de valores de acuerdo a la estructura accionaria establecida por la ley, cuyos socios deben ser las bolsas de valores y las entidades adheridas que vayan a utilizar los servicios de la entidad; cabe analizar si las limitaciones legales que tengan las entidades públicas respecto a participaciones sociales en sociedades mercantiles resultan o no aplicables a esta figura.

### **3. Participación de las entidades adheridas en el capital social de la central de valores: el caso particular de las entidades públicas**

La consulta planteada consiste en determinar si lo dispuesto por los artículos 117 inciso b) y 119 inciso e) de la Ley Reguladora del Mercado de Valores contiene una autorización expresa para que los puestos de bolsa públicos, los bancos estatales y las instituciones públicas que ostenten la condición de entidades adheridas puedan participar en el capital accionario de una central de valores creada al amparo de dichas normas o si, por el contrario, las normas se contraponen a la regulación particular de dichas entidades.

La importancia de los mercados de valores en el desarrollo económico del país ha sido ampliamente reconocida. Ese reconocimiento ha motivado diversas reformas impulsadas por el Estado costarricense desde la promulgación de la primera Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7201 del 18 de setiembre de 1990 y la actual Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 del 17 de diciembre de 1997; las cuales tienden a favorecer la competitividad de las entidades en el mercado de valores, al mismo tiempo que se sujeta a los participantes a una intensa regulación.

Con la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 se introduce la posibilidad de que el Instituto Nacional de Seguros y los bancos públicos constituyeran, cada uno, su propio puesto de bolsa, sociedad administradora de fondos de inversión y operadora de pensiones, al amparo del artículo 55 de dicha ley. Anteriormente, las entidades públicas prestaban los servicios de correduría bursátil a través de departamentos específicos dentro de la organización, lo cual dificultaba el manejo contable independiente, transparente y especializado de dichos servicios. Esto debido a que con anterioridad a la promulgación de la Ley No. 7732, no existía autorización legal expresa que facultara a las entidades públicas a constituir sendas sociedades mercantiles.

Asimismo, la Ley Reguladora del Mercado de Valores obliga a los puestos de bolsa –tanto públicos como privados– a participar en el capital social de las bolsas de valores que los autoricen, así como a respetar límites máximos del 20% de participación individual en dicho capital, al tenor de lo dispuesto por el artículo 27, en concordancia con el artículo 53, que disponen:

#### **“Artículo 27.- Objeto**



Las bolsas de valores tienen por único objeto facilitar las transacciones con valores, así como ejercer las funciones de autorización, fiscalización y regulación, conferidas por la ley, sobre los puestos y agentes de bolsa.

**Se organizarán como sociedades anónimas y deberán ser propiedad de los puestos de bolsa que participen en ellas. Su capital social estará representado por acciones comunes y nominativas, suscritas y pagadas entre los puestos admitidos a la respectiva bolsa.**

**En ningún caso, la participación individual de un puesto de bolsa en el capital podrá exceder del veinte por ciento (20%) del capital total de la sociedad.**

Cuando se decreten aumentos en el capital social, los puestos de bolsa tendrán derecho a suscribir una participación, en el capital de la sociedad, igual a la que ya poseen. La cantidad de acciones no suscritas de estos aumentos, prioritariamente y de conformidad con el respectivo pacto social, podrán ser suscritas por los restantes puestos en la misma proporción que ellos tengan en el capital total. Únicamente después de ejercido el citado derecho de prioridad por cada puesto, los demás podrán incrementar sus suscripciones individuales dentro del límite establecido en el párrafo anterior.” (El énfasis no corresponde al original).

**“Artículo 53.- Naturaleza de los puestos de bolsa**

**Los puestos de bolsa serán personas jurídicas, autorizadas por las bolsas de valores correspondientes y de conformidad con los requisitos establecidos en esta ley, para formar parte de ellas y,** además, para realizar las actividades autorizadas en esta ley.

Contra la decisión de autorizar un puesto de bolsa cabrá recurso de apelación ante la Superintendencia.

Las operaciones que se efectúen en las bolsas de valores deberán ser propuestas, perfeccionadas y ejecutadas por un puesto de bolsa.” (El énfasis no corresponde al original).

Por otra parte, esta Ley prevé la participación obligatoria de ciertos participantes en el capital social de las centrales de valores (artículo 119 inciso e) supra transcrito) y en las sociedades de compensación y liquidación (artículo 127 inciso b)), en el tanto vayan a utilizar los servicios de la entidad respectiva. Para el caso de las sociedades de compensación y liquidación, los artículos 127 y 128 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores obligan a los miembros liquidadores (incluidos los puestos de bolsa públicos, los bancos del Estado y las instituciones públicas) que vayan a utilizar los servicios de la sociedad de compensación y liquidación, a participar en el capital social de ésta última, de acuerdo con sus volúmenes de liquidación y conforme a las normas reglamentarias que establezca la Superintendencia, según se establece a continuación:

**“Artículo 127.- Requisitos de las sociedades de compensación y liquidación**

Las sociedades de compensación y liquidación deberán cumplir con los siguientes requisitos:

a) Estar autorizadas por la Superintendencia, la cual deberá aprobar la constitución, los estatutos y los reglamentos de previo a su funcionamiento, así como sus modificaciones y la suscripción y transmisión de acciones. Las ampliaciones y reducciones de capital deberán ser autorizadas por la Superintendencia, la cual establecerá por vía reglamentaria la forma en que deberán realizarse, así como los criterios que deberán seguirse para valorar el precio de las acciones .

**b) Contar con un capital mínimo, según lo establezca reglamentariamente la Superintendencia. El capital de toda sociedad de compensación y liquidación deberá pertenecer al menos en un treinta por ciento (30%), pero no en más de un cincuenta por ciento (50%), a las bolsas de valores. Si fueren varias bolsas, dicho porcentaje se distribuirá en partes iguales, salvo que alguna bolsa decida tener una participación inferior. El capital restante deberá estar distribuido entre los otros miembros liquidadores y deberá ajustarse de acuerdo con sus volúmenes de liquidación, conforme lo establezca reglamentariamente la Superintendencia. En todo caso ninguno podrá participar en más de un quince por ciento (15%) del capital social. Para calcular la participación accionaria, se contabilizarán las participaciones indirectas en la forma que lo determine reglamentariamente la Superintendencia.**

c) Fijar los parámetros que cumplirán los miembros liquidadores, los cuales deberán considerar al menos los criterios de volumen promedio de negociaciones, el nivel patrimonial, las garantías líquidas disponibles y los demás que la Superintendencia establezca reglamentariamente.

d) No discriminar, en la prestación del servicio, a los usuarios del Sistema que no sean accionistas de la sociedad, los cuales realizarán sus operaciones por medio de cuentas a su nombre en los miembros liquidadores.

e) Mantener la rentabilidad de su patrimonio, de manera que cumplan con los montos y requisitos patrimoniales fijados por la Superintendencia y que recuperen de sus usuarios el costo de los servicios prestados.

f) Todos los demás que la Superintendencia establezca tendientes a garantizar la continuidad, seguridad y solvencia del Sistema.

Las bolsas de valores que presten servicios de compensación y liquidación deberán cumplir, en lo aplicable, con los requisitos anteriores y con las demás disposiciones de este capítulo, conforme lo disponga reglamentariamente la Superintendencia.” (El énfasis no corresponde al original).

**“Artículo 128.- Miembros liquidadores y accionistas**

**Podrán ser miembros liquidadores y accionistas de las sociedades de compensación y liquidación, los puestos de bolsa, los bancos y las instituciones públicas que cumplan con los requisitos especiales que, para el efecto, la Superintendencia establezca.** La Superintendencia podrá autorizar y, en tal caso, reglamentar la liquidación de las operaciones de mercados de derivados por medio de sociedades y sistemas distintos de los previstos en este capítulo.” (El énfasis no corresponde al original).

Para el caso que nos ocupa, los incisos a) y e) del artículo 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores le otorgan carácter corporativo a las centrales de valores, al disponer que su capital social estará representado por acciones, así como la distribución de dicho capital entre las diversas entidades que utilizarán los servicios de la respectiva central de valores.

Al igual que sucede en los casos de los artículos 55 (facultades del Instituto Nacional de Seguros y de los bancos públicos de constituir su propio puesto de bolsa, sociedad administradora de fondos de inversión y operadora de pensiones), 27 en concordancia con el 53 (obligación de los puestos de bolsa –tanto públicos como privados– de participar en el capital social de las bolsas de valores que los autoricen), 127 inciso b) y 128 (obligación de los miembros liquidadores –incluidos los puestos de bolsa públicos, los bancos del Estado y las instituciones públicas– de participar en el capital social de las sociedades de compensación y liquidación); la norma del artículo 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores contiene una **autorización legal expresa para todas las entidades adheridas de participar en el capital accionario de las centrales de valores, con el fin de poder utilizar los servicios que la respectiva central de valores provea.**

Para el caso de las entidades públicas, esta autorización legal se antepone a las limitaciones particulares que les apliquen respecto a participaciones sociales en sociedades mercantiles, dado que la Ley Reguladora del Mercado de Valores es una ley especial posterior y de orden público, por lo que sus disposiciones derogan o modifican tácitamente aquellas normas que se le opongan o resulten incompatibles con el espíritu, la finalidad y el texto de la misma.

Este criterio encuentra fundamento, a su vez, en las discusiones del Expediente Legislativo 12.395, que es el proyecto de ley presentado al Plenario de la Asamblea Legislativa para la promulgación de la actual Ley Reguladora del Mercado de Valores, respecto al espíritu del legislador en cuanto a la creación de las centrales de valores y la participación de las bolsas de valores y las entidades adheridas en su capital social. Sobre el particular, cabe transcribir lo señalado a folio 22 del citado expediente legislativo:

“La innovación más importante que propone el Proyecto en tema de centrales para el depósito de valores, es limitar la prestación de los servicios propios de éstas a sociedades anónimas constituidas exclusivamente para tal fin, estableciéndose un capital social mínimo de doscientos millones de colones, (revisable periódicamente por la Comisión) en el que se pretende que haya amplia participación accionaria de sus propios usuario (sic), quienes en todo caso no podrían acumular por sí o por interpósita persona, más del diez por ciento (10%) del capital social. Dicha restricción no aplicará para la Bolsa de Valores fundadora, la que no podrá acumular por sí o por interpósita persona más del cuarenta por ciento (40%) del capital social respectivo. Al amparo del Proyecto, podrán ser usuarios de las centrales para el depósito de valores los puestos de bolsa, instituciones de crédito y otros intermediarios financieros, así como los fondos de inversión. También podrán serlo, el Estado y sus instituciones, los bancos y empresas estatales y los emisores privados, siempre que estas entidades sean accionistas de la respectiva Central, **razón por la cual en el Proyecto se propone autorizar expresamente al Estado y sus instituciones, a los bancos y empresas estatales, para suscribir participaciones accionarias de las centrales de valores que les brinden los servicios respectivos, en cuyo caso no les serán aplicables las limitaciones legales que tengan respecto a participaciones sociales en sociedades mercantiles, señaladas en sus leyes especiales**, siempre y cuando la propiedad accionaria de la central de valores correspondiente no se encuentre concentrada en más de un cuarenta por ciento (40%) en la bolsa fundadora.” (El énfasis no corresponde al original).

Dado lo anterior, podemos concluir que el espíritu del legislador siempre fue que todas las entidades adheridas, independientemente de su condición pública o privada, pudiesen participar como accionistas de las centrales de valores. En este sentido, la norma del inciso e) del artículo 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores contiene una autorización expresa para que los puestos de bolsa públicos, los bancos estatales y las instituciones públicas que ostenten la condición de entidades adheridas participen en el capital accionario de las centrales de valores que vayan a proveerles servicios, en cuyo caso no resultan aplicables las limitaciones legales que estas entidades tengan respecto a participaciones accionarias en sociedades mercantiles, señaladas en sus leyes especiales.

#### **4. Normativa bancaria relevante**

El análisis de la presente consulta también se realizó desde la perspectiva de la normativa bancaria aplicable, según se expone a continuación.

La Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional dispone que los bancos estatales son entidades de derecho público, por lo que su organización y funcionamiento se rigen por la normativa del Derecho Público y, en particular, por el principio de legalidad. En este sentido, el ordenamiento jurídico administrativo regula, entre otros aspectos, las actuaciones permitidas a los bancos estatales y aquéllas que de acuerdo al bloque de legalidad les están vetadas, sea por su condición de instrumento del poder público o en virtud del principio de especialidad que rige a cada entidad.

En lo que respecta a las prohibiciones aplicables a los bancos comerciales, incluidos tanto los bancos comerciales privados como aquellos que son propiedad del Estado, destaca la imposibilidad de realizar actos que no sean indispensables para su normal y correcto funcionamiento, así como de constituir empresas que se dediquen a actividades no financieras. Dispone, en lo que interesa, el artículo 73 de la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional:

**"Artículo 73.-**

Queda estrictamente prohibido a los bancos comerciales:

(..)

**3) Participar directa o indirectamente en empresas agrícolas, industriales, comerciales o de cualquier otra índole, y comprar productos, mercaderías y bienes raíces que no sean indispensables para su normal funcionamiento.**

Se exceptúa de esta disposición, la participación que los bancos pudieran llegar a tener en capital de instituciones financieras de orden público o semipúblico, que llegaren a crearse, y la de los bancos que establecieren almacenes generales de depósito de acuerdo con la respectiva ley, o que, a la fecha de la promulgación de la presente ley, tuvieran ya participación en ellos, únicamente con respecto a los negocios y operaciones que resulten del funcionamiento de tales almacenes.

Exceptúanse también de estas disposiciones aquellos casos en que los bancos comerciales del Estado, conjunta o separadamente, constituyan o empleen personas jurídicas de su exclusiva propiedad para la prestación exclusiva de servicios para ellos mismos, previa autorización de la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, o para la administración de bienes adjudicados en juicio (...)" (El destacado no corresponde al original).

De la norma transcrita se deriva, como principio general, la prohibición de los bancos comerciales, tanto públicos como privados, de constituir o de participar directa o indirectamente en empresas de cualquier índole, cuyas únicas excepciones son las incluidas en la misma norma.

Por otra parte, el artículo 146 de la Ley Orgánica del Banco Central establece lo siguiente:

**“Artículo 146.- Prohibiciones a entidades de grupo financieros**

Queda absolutamente prohibido, a las entidades integrantes de los grupos financieros, realizar operaciones entre si en condiciones diferentes a las aplicadas en las operaciones del giro normal con terceros independientes. **Asimismo, queda prohibido a las entidades del grupo participar en el capital de otras empresas, financieras o no financieras.** Se exceptúa la actividad de las sociedades de inversión, las cuales se regirán por lo dispuesto al respecto en la Ley reguladora del mercado de valores.” (El destacado no es del original).

La presente norma restringe la posibilidad de las entidades que formen parte de un grupo financiero de participar en el capital de otras empresas ajenas al grupo, sean éstas de índole financiero o no. Por su parte, el párrafo primero del artículo 141 de la Ley mencionada establece el tipo de entidades que pueden formar parte de un grupo financiero, al disponer que:

“Los grupos financieros deberán estar constituidos por una sociedad controladora y por empresas dedicadas a prestar servicios financieros organizadas como sociedades anónimas, tales como **bancos, empresas financiadas no bancarias, almacenes generales de depósito, puestos de bolsa, sociedades de inversión, empresas de arrendamiento financiero, así como bancos o financieras domiciliados en el exterior, acreditados como tales por la autoridad foránea correspondiente (...)**.” (El destacado no es del original).

La única excepción que establece el artículo 146 a la prohibición de las entidades de grupos financieros de participar en el capital de otras empresas, es la referente a la actividad de las sociedades de inversión, las cuales señala la norma que se regirán por lo dispuesto en la Ley Reguladora del Mercado de Valores. Sobre el particular, cabe destacar que dicha referencia a la Ley Reguladora del Mercado de Valores alude propiamente a la hoy derogada Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7201 de 18 de setiembre de 1990, que denominaba a las actuales sociedades administradoras de fondos de inversión (SAFIs) como sociedades de inversión.

La anterior acotación es importante para efectos de ubicarse en el contexto del artículo 146 de la Ley Orgánica del Banco Central al momento de su promulgación en el año 1995, cuando aún no había sido promulgada la actual Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 del 17 de diciembre de 1997.

No obstante las anteriores consideraciones y tratándose de la creación de centrales de valores, el artículo 119 de la Ley Reguladora es claro en permitirle a los bancos y puestos

de bolsa públicos participar en el capital social de estas entidades, en el tanto se cumplan los niveles de participación accionaria que la misma norma establece.

## 5. Criterios de interpretación de los conflictos normativos

El ordenamiento jurídico está compuesto por una pluralidad de normas, producidas por fuentes diversas y en diferentes épocas. Esta diversidad de fuentes de derecho implica que las normas producidas por ellas pueden divergir y entrar en conflictos recíprocos.

En términos generales, los conflictos normativos son aquellas situaciones de incompatibilidad de dos normas que pertenecen al mismo ordenamiento y que tienen el mismo ámbito de validez, por lo que la aplicación de una de ellas produce resultados contrarios a los que genera la aplicación de la otra norma.

Cuando dos normas entran en conflicto, es necesario acudir a criterios de interpretación que permitan solucionar dichos conflictos y antinomias normativas, con el objeto de determinar la norma aplicable a un caso concreto. Tales criterios son: la jerarquía, la competencia, el procedimiento, la especialidad, el cronológico y la prevalencia.

En el caso que nos ocupa, es importante destacar que la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 es una **ley especial de orden público**, cuyo objeto es regular los mercados de valores, las personas físicas o jurídicas que intervengan en ellos (incluidos las centrales de valores y las entidades públicas que ostenten la condición de entidades adheridas al Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta), los actos o contratos relacionados con tales mercados y los valores negociados en ellos. **El artículo 119 inciso e) autoriza expresamente a las entidades adheridas a participar en el capital social de las entidades denominadas “centrales de valores” que esta Ley crea, a efectos de poder utilizar los servicios de la respectiva central y siempre que se respeten los niveles de participación accionaria ahí señalados; sin particular distinción sobre el tipo de entidad adherida de que se trate sea pública o privada.**

Adicionalmente a este criterio de especialidad, resulta procedente analizar el criterio cronológico, el cual establece que la norma posterior deroga la norma anterior.

En este orden de ideas, aún cuando los artículos 73 de la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional y 146 de la Ley Orgánica del Banco Central prohíben a los bancos comerciales participar directa o indirectamente en empresas de diversa índole, así como a las entidades integrantes de los grupos financieros participar en el capital de otras empresas, respectivamente, lo cierto es que la entrada en vigor de la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 presupone la vigencia de sus normas respecto a su ámbito particular de aplicación, sea la regulación de los mercados de valores y, en particular, las personas físicas o jurídicas que intervengan en ellos.

De ahí que resultan inaplicables las limitaciones establecidas en las normas citadas de la Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional y de la Ley Orgánica del Banco Central, en lo que contraríen lo dispuesto por la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732.

En este sentido, puede concluirse que las limitaciones especiales que tienen las entidades públicas respecto a su participación en sociedades mercantiles no resultan aplicables en el contexto del artículo 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores, por lo que dicha norma ampara a todas las entidades que ostenten la condición de entidad adherida, independientemente de su naturaleza jurídica y de su carácter público o privado.

### III. Conclusiones

1. Las centrales de valores son empresas que forman parte del Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta y cuyo objetivo es brindar servicios de administración del registro contable de los valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta pertenecientes a emisiones de emisores privados.
2. El registro contable de valores representados por medio de anotaciones electrónicas en cuenta consta de dos niveles: (a) un primer nivel conformado por las **entidades miembro**, sea el Banco Central de Costa Rica (responsable de administrar el registro de las emisiones del Estado y las instituciones públicas) y las centrales de valores (responsables de administrar el registro de las emisiones de los emisores privados); y (b) segundo nivel conformado **entidades adheridas** al Sistema Nacional de Registro de las Anotaciones en Cuenta. El párrafo final del artículo 117 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores establece que **no podrá negarse la adhesión a las entidades que hayan sido autorizadas por la Superintendencia General de Valores, sin particular distinción sobre la naturaleza jurídica particular de la entidad adherida o de su condición pública o privada.**
3. Por **entidades adheridas**, se entiende: todas aquellas autorizadas para prestar servicios de custodia, así como los miembros liquidadores del Sistema Nacional de Compensación y Liquidación de Valores, cuando cumplan además con los requisitos especiales que la Superintendencia establezca para adherirse.
4. Las **entidades autorizadas para prestar servicios de custodia** son las centrales de valores, los puestos de bolsa y las entidades sujetas a la fiscalización de la SUGEF. Los **miembros liquidadores** son, a su vez, los puestos de bolsa, los bancos y las instituciones públicas que cumplan con los requisitos especiales que para el efecto establezca la Superintendencia.



5. Los artículos 119 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores y 22 del Reglamento del Sistema de Anotación en Cuenta establecen requerimientos de capital mínimo y distribución de las participaciones accionarias de las centrales de valores. Respecto de la estructura del capital social de dichas entidades, se indica que el capital deberá distribuirse **hasta un 40% entre las bolsas de valores y el resto, proporcionalmente, entre las entidades adheridas.**
6. Los artículos 117 inciso b) y 119 inciso e) de la Ley Reguladora del Mercado de Valores contienen una **autorización legal expresa** para las entidades adheridas de participar en el capital accionario de las centrales de valores para poder utilizar los servicios de éstas últimas; **sin que se le pueda negar la adhesión a ninguna entidad autorizada por la Superintendencia General de Valores.** Las reglas sobre distribución del capital social de las centrales de valores no sólo definen los porcentajes de participación accionaria que deben respetar los diferentes tipos de accionistas de la sociedad correspondiente (40% máximo para bolsas de valores y 60% para entidades adheridas), sino que también establecen –como principio general– la **participación obligatoria de las entidades adheridas en el capital social de una central de valores**, en el tanto dichas entidades vayan a utilizar los servicios de la respectiva central de valores. En otras palabras, para que las entidades adheridas puedan utilizar los servicios de una central de valores, **la Ley las obliga a participar como accionistas en el capital social de dicha entidad**, en forma proporcional al resto de entidades adheridas que participen en la respectiva central de valores.
7. Para el caso de las entidades públicas, esta autorización legal se antepone a las limitaciones particulares que les apliquen respecto a participaciones sociales en sociedades mercantiles, dado que la Ley Reguladora del Mercado de Valores es una ley especial posterior y de orden público, por lo que sus disposiciones derogan o modifican tácitamente aquellas normas que se le opongan o resulten incompatibles con el espíritu, la finalidad y el texto de la misma.
8. Ciertamente de la discusión legislativa del proyecto de ley de la actual Ley Reguladora del Mercado de Valores, se deduce que el espíritu del legislador siempre fue que todas las entidades adheridas, independientemente de su naturaleza jurídica particular o de su condición pública o privada, pudiesen participar como accionistas de las centrales de valores.
9. Ante situaciones de conflicto de normas, es necesario acudir a criterios de interpretación que permitan solucionar los conflictos y antinomias normativas, con el objeto de determinar la norma aplicable a un caso concreto. En la presente consulta, resultan de particular interés los criterios de especialidad y el cronológico.

10. Al ser la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 una ley especial de orden público, que fue promulgada con posterioridad a la Ley Orgánica del Banco Central y Ley Orgánica del Sistema Bancario Nacional, lo cierto es que ello presupone la vigencia de sus normas respecto a su ámbito particular de aplicación, sea la regulación de los mercados de valores y, en particular, las personas físicas o jurídicas que intervengan en ellos, incluidas las centrales de valores y las entidades públicas que ostenten la condición de entidades adheridas al Sistema Nacional de Registro de Anotaciones en Cuenta.