



**BOLSA NACIONAL DE VALORES, S. A.**  
**Dirección de Asesoría Legal**  
**AL- 173 -10**

**Para:** Orlando Soto Enríquez, Presidente de la Junta Directiva

**De:** Adrián Alvarenga Odio, Director Departamento Legal

**Asunto:** **Análisis de las competencias legales de las Bolsas de Valores con las competencias del Banco Central de Costa Rica.**

**Fecha:** 12 de agosto del 2010

---

## **I. Consulta**

El Presidente de la Junta Directiva de la Bolsa Nacional de Valores solicita un análisis de las competencias legales de las Bolsas de Valores en relación con las potestades legales del Banco Central de Costa Rica, en lo que respecta a la organización de mercados secundario de valores.

A continuación presentamos nuestros comentarios al respecto.

## **II. Análisis**

### **A) Sobre la naturaleza jurídica de las bolsas de valores y sus competencias legales.**

De conformidad con lo dispuesto por el artículo 27 de Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV), las bolsas de valores se organizarán como sociedades anónimas que serán propiedad de los puestos de bolsa que participen en ella. En el mismo artículo se establece que las bolsas de valores tienen como objeto único facilitar las transacciones con valores y ejercer las funciones de autorización, fiscalización y regulación, conferidas por la Ley, sobre los puestos y agentes de bolsa

La naturaleza jurídica de la Bolsa ha sido definida como una naturaleza híbrida, ya que su génesis es de una sociedad anónima organizada por el derecho privado (derecho mercantil), pero el legislador expresamente le asignó unas competencias legales (potestades de imperio) de derecho público, en materia de organización de los mercados secundarios y de autorización, regulación y fiscalización de los puestos de bolsa y agentes de bolsa.

El artículo 22 de la mencionada ley establece que los mercados secundarios de valores serán organizados por las bolsas de valores, previa autorización de la Superintendencia. El mismo artículo establece que en esos mercados únicamente podrán negociarse y ser objeto de oferta pública las emisiones de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Lo que significa esto es que únicamente las bolsas de valores tienen la competencia legal de organizar los mercados secundarios. La regla general es que los valores que se negocian en los mercados secundarios son los valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, como indicaremos más adelante. Empero, las bolsas de valores también pueden negociar valores no inscritos, valores que se negocian de conformidad con lo dispuesto en la Ley Reguladora del Mercado de Valores y lo dispuesto en el Reglamento de Oferta Pública vigente.

De lo anterior se desprende con una claridad meridiana, que el legislador por regla general dispuso como un requisito de eficacia jurídica para la negociación en el mercado secundario de las emisiones de valores que esos valores se encuentren inscritos, de previo a su negociación en el mercado secundario, en el Registro de Valores e Intermediarios de la Superintendencia General de Valores.

### **B) Sobre la oferta pública.**

El artículo 10 de la LRMV establece que solo podrán ser objeto de oferta pública en el mercado primario, las emisiones de valores en serie conforme a las normas dictadas reglamentariamente por la Superintendencia y autorizadas por ella.

El legislador dispuso un régimen especial de dispensa de esa inscripción para las emisiones de valores individuales de deuda de las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras. Asimismo, dispuso exceptuar también del trámite de inscripción las emisiones de valores del Estado e instituciones públicas no bancarias.

La oferta pública de valores regulada por LRMV abarca los valores emitidos en serie (estandarizados) que son fácilmente convertidos en dinero y negociados en el mercado de valores.

Las emisiones de valores en serie han permitido su desmaterialización y se emiten en forma masiva y seriada, a favor de personas indeterminadas, con el objeto de lograr su colocación en el mercado; y lograr la captación del ahorro del inversionista.

Los valores que son objeto de negociación en un mercado secundario son aquellos valores emitidos en forma estandarizada y seriada, que deben de ser inscritos en forma previa a su negociación en el mencionado Registro de Valores e Intermediarios de la Superintendencia General de Valores y le compete a las Bolsas de Valores la organización de los mercados secundarios de esos valores, basados en las presupuestos de transparencia del mercado, la correcta formación de precios y la protección al inversionista.

### **C) Acerca del Banco Central y sus competencias legales.**

El artículo primero de la Ley Orgánica del Banco Central, establece que el Banco Central de Costa Rica es una institución autónoma de derecho público, con personalidad jurídica y patrimonio propio que forma parte del Sistema Bancario Nacional.

La naturaleza jurídica del Banco Central, a diferencia de la naturaleza jurídica de las Bolsas de Valores, es ser un sujeto de derecho público, lo que conlleva que el Banco Central forma parte del organigrama estatal como una de las entidades descentralizadas que componen la Administración Pública costarricense.

Grosso modo, lo que significa esto, es que el Banco Central es un sujeto de derecho público, que tiene personalidad jurídica propia, distinta al Gobierno Central, y que sus actuaciones deben de ajustarse al principio de legalidad, que es uno de los pilares fundamentales bajo los cuales se desarrolla históricamente el Derecho Público.

Dicho principio consiste en la administración pública debe de ajustar sus conductas al ordenamiento jurídico, es decir solo podrá realizar aquellos actos previamente autorizados por el ordenamiento jurídico, principio contenido en el

artículo 11 de la Ley General de la Administración Pública, es lo que la doctrina ha denominado Principio de Legalidad, “Rule of Law”, o Principe de Légalité”.

El artículo 2 y 3 de la ley orgánica del Banco Central, establece dentro de las funciones legales del Banco las siguientes:

“....

c) La definición y el manejo de la política monetaria y cambiaria....

j) El establecimiento de las regulaciones para la creación, el funcionamiento y el control de las entidades financieras.....”

El artículo 61 de esa ley orgánica establece lo siguiente:

**“Artículo 61.- Operaciones de mercado abierto. El Banco Central podrá realizar operaciones de mercado abierto, mediante captaciones o emisiones de títulos propios. También podrá efectuarlos en el mercado secundario de valores, sea con obligaciones propias o de entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras. Para el caso del mercado secundario, deberá efectuarlas mediante procedimientos que aseguren la transparencia de su participación y de acuerdo con las condiciones de mercado.”**  
(El subrayado no es del original).

El Banco Central, dentro de los alcances de sus competencias legales se encuentra la de mantener la estabilidad económica de la moneda y, como un instrumento de política monetaria, ha organizado plataformas como el Central Directo, abierto a cualquier participante, por los medios electrónicos establecidos por el Banco Central, o el Mercado Interbancario de Liquidez, mercado en donde se limita la participación a las entidades financieras supervisadas y reguladas por las superintendencias.

El Central Directo ha sido definido por la Procuraduría General de la República como un portal web construido por el Banco Central de Costa Rica sobre internet que le ofrece a los ahorrantes la oportunidad de invertir su dinero directamente en el Instituto Emisor. Ahorrantes, quienes para participar deben de cumplir con los requisitos establecidos por el propio banco.

En nuestro país se ha discutido muchísimo a nivel administrativo, y pienso que pronto a nivel de juez administrativo o juez judicial, si el producto ofrecido en las

plataformas del Banco Central representa un valor, de conformidad con el concepto de valor, contenido en el artículo 2 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

El análisis de si esos productos, como las inversiones hechas por los inversionistas en las anotaciones electrónicas producto de las captaciones de dinero en el Central Directo, parten de la premisa que esos mecanismos de captación tienen como objeto mejorar la efectividad de transmisión de la política monetaria, como mecanismos de correlación entre la tasa de política monetaria y la estructura de tasas activas y pasivas del Sistema Financiero Nacional. (Al respecto ver Dictamen 135 de la PGR de fecha 23 de abril del 2008).

Es decir, la captación hecha por el Banco Central por medio de esos productos financieros obedece a razones de política económica para paliar consecuencias inflacionarias o deflacionarias de la economía costarricense en momentos determinados y ésta tiene otra finalidad totalmente distinta a las captaciones de dinero que se hacen por medio de los distintos productos bursátiles.

Bajo esa premisa, recientemente la Administración Tributaria hizo un cargo tributario al Banco Central, al considerar Tributación Directa que, para el producto financiero del Central Directo no puede ser considerado como un valor, y por ende la imposición del impuesto sobre la renta sobre ese producto financiero, no puede ser tasada al igual que el porcentaje de renta definido para los valores que se transan en una bolsa de valores.

De tal forma, la administración tributaria hizo un recargo tributario que actualmente se encuentra en proceso de impugnación ante el Tribunal Fiscal, y posiblemente sea objeto también de impugnación ante la Jurisdicción Contencioso Administrativa y Civil de Hacienda.

**D) Acerca de la antinomia jurídica entre el artículo 61 de la Ley Orgánica del Banco Central de Costa Rica, y los artículo 27 y 29 inciso la Ley Reguladora del Mercado de Valores.**

En mi criterio, estamos en presencia de un problema de técnica legislativa, que origina una antinomia jurídica. En todo ordenamiento jurídico se suscitan problemas de antinomias jurídicas, que consisten en definir cuál es la norma jurídica que se aplica cuando existen normas jurídicas cuyos contenidos jurídicos se contraponen.

Al respecto, la Teoría del Derecho ha definido una serie de principios sobre cómo resolver esta problemática de definir cuál es el derecho de fondo que debe de aplicarse para definir una situación específica cuando se presenta un conflicto normativo, estableciendo una serie de reglas como, por ejemplo, que la norma jurídica de rango superior prevalece sobre la norma de rango inferior, y en el caso de las normas jurídicas tengan el mismo rango, ambas normas tengan el rango de norma legal (ley de la República), la norma especial prevalece sobre la norma general, y la norma posterior prevalece sobre la norma anterior; y esto es, específicamente, la situación que existe actualmente con el contenido del artículo 61 de la Ley Orgánica del Banco Central con lo dispuesto por los artículos 27 y 29 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores.

El mencionado artículo 61 establece la competencia legal del Banco Central de realizar operaciones de mercado abierto mediante la captación o emisión de títulos propios. Ese mismo artículo, establece también la posibilidad de que podrá efectuarlos en el mercado secundario, sin precisar el legislador los alcances normativos de esa participación en el mercado secundario, pero pareciera que de la redacción del primer párrafo, se desprende que la participación en el mercado secundario atañe también a la captación o emisión de títulos propios.

La captación de fondos por parte del Emisor (Banco Central) se realiza con finalidades de política monetaria. Dicha captación se realiza mediante la captación de valores individuales que producen rendimientos determinados, no mediante valores que tenga el carácter de valor de oferta pública de conformidad con lo establecido en el artículo 2 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores. En mi opinión, ese artículo no faculta al Banco Central, en aras de sus competencias legales como máxima entidad rectora de la política monetaria nacional, a organizar un mercado secundario; sino que lo faculta a realizar actividades de captación, por las razones ya indicadas y a participar en el mercado secundario, pero no le confiere facultades legales para organizar un mercado de secundario de reportos, como en mi criterio erróneamente lo ha interpretado la Procuradora Asesora en un reciente dictamen.

Esta interpretación de la Procuraduría se basa también en la premisa jurídica de que el Banco Central al ser la máxima autoridad monetaria y crediticia del país y, al ser la Superintendencia de Entidades Financieras y la Superintendencia General de Valores, órganos de máxima desconcentración pertenecientes al Banco Central de Costa Rica, entonces se argumenta que el Banco Central se encuentra legitimado para tener un régimen de excepción y de dispensa como máxima autoridad monetaria del país.

Esa posición ha sido sostenida en recientes pronunciamientos emitidos por la Procuraduría General de la República desde el año 2008, a la fecha y, en mi criterio, las actuaciones administrativas del Banco Central que pretendan organizar y participar en un mercado secundario de valores de oferta pública, deben de ser objeto de impugnación ante la Jurisdicción Contencioso Administrativa y Civil de Hacienda, por ser actuaciones de abuso de poder que son contrarias al Principio de Legalidad que rige el quehacer del Banco Central, y deben de ser impugnadas ante el juez judicial competente, en aras del ejercicio del control de legalidad del Estado que ejerce el juez judicial, debido a que la organización de los mercados secundarios de valores, es una competencia exclusiva de las Bolsas de Valores, y no del Banco Central de Costa Rica.