

# Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores Costarricense

## Minuta del 01 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 once minutos del lunes primero de abril del dos mil trece, con la asistencia de sus miembros: Rodrigo Bolaños, Presidente del Consejo, José Luis Arce, Carlos Arias, José Rafael Brenes, Federico Ruzicka, 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 Elián Villegas como invitado.

El señor Roberto Venegas, el señor Edgar Ayales y el señor Tomás Alvarado 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 06-12-2012.*

Se aprobó la Minuta 06-12-2012, correspondiente a la Sesión del Consejo celebrada el 06 de diciembre del 2012.

### **PUNTO 3.** *Presentación de SUGEVAL sobre implementación de acciones de corto plazo de Ruta Estratégica.*

De conformidad con el orden del día, el señor **Carlos Arias**, Superintendente de la SUGEVAL procedió a exponer los avances que esta institución ha tenido en la modificación de normativa que se deriva de las acciones de corto plazo contenidas en la Ruta Estratégica para el Desarrollo del Marco de Valores.

Señaló que las distintas propuestas de modificación de normativa que están trabajando contarán con términos de referencia que incluirán: i) los objetivos, ii) referencia general sobre cambios propuestos y su justificación, iii) alcance esperado, iv) análisis de costo/beneficio esperado (tanto a nivel cualitativo y cuantitativo cuando sea posible) de las reformas que se planteen, v) cronograma de proyecto por etapas con indicación de responsables, vi) esquema de seguimiento y control, vii) esquema de comunicación al CONASSIF sobre avance y cumplimiento de cronogramas y viii) evaluación final de resultados.

Los reglamentos que se reformarán son los relativos a: 1) oferta Pública, 2) fondos de inversión, 3) bolsas de valores, 4) custodia y anotación en cuenta y 5) compensación y liquidación de valores. Cabe destacar que este último se reformaría en su momento, dependiendo de la asistencia técnica internacional que está coordinando el Banco Central de Costa Rica. Adicionalmente se incluirán modificaciones de normativa relacionados con: a) tipos de inversionistas, b) intermediarios, c) comercialización de productos, d) tercerización de servicios, e) gestión de conflictos de interés, f) certificación de gestores de portafolio y riesgo y g) registro de estructuradores, suscriptores y otras figuras relacionadas.

En cuanto a AMERCA, se requiere de un cambio legal para lo que se conoce como supervisión transfronteriza y enrutamiento automático de órdenes. Ahora bien, no hay pautas definidas para evitar ni la *fragmentación* de los mercados secundarios ni sus efectos sobre la liquidez y confiabilidad de los precios. Es decir, en este momento, no hay consenso entre los países de los pasos que se deben seguir para tal efecto. El señor **Brenes** hizo uso de la palabra para señalar que, desde su óptica, de la manera en que está planteado el modelo, no se requiere de supervisión transfronteriza. Al respecto, el señor **Arias** indicó que sólo hay dos opciones, se opera con corresponsalías o con operadores remotos, pero esta última figura no existe en la regulación. El tema de AMERCA está “estacionado” en razón de esas condiciones.

Continuando con su exposición, indicó que, en cuanto a categorías o tipos de inversionistas, ya se tienen claras las definiciones sobre: inversionistas institucionales e inversionistas *profesionalmente gestionados* pero el concepto de *inversionista sofisticado* es ambiguo, ¿Qué tiene que ver la riqueza con el conocimiento necesario para percibir, entender y gestionar adecuadamente los riesgos inherentes al mercado de valores? Y ¿Cómo y quién determina *el nivel de conocimiento requerido* para ser sofisticado?

Luego se refirió a cuál debe ser el papel de la SUGEVAL, en el proceso de autorización de Oferta Pública. Señala que la Ley Reguladora del Mercado de Valores, en el artículo 6, párrafo tercero, se establece que: “...*La Superintendencia deberá velar porque la información contenida en ese Registro sea suficiente, actualizada y oportuna, de manera que el público inversionista pueda tomar decisiones fundadas en materia de inversión*”. Además el artículo 13, párrafo tercero, de esa Ley dice: “... *Asimismo, la Superintendencia deberá velar porque los riesgos y las características de cada emisión queden suficientemente explicados en los prospectos de emisión. Cuando la explicación propuesta por el emisor no sea lo suficientemente clara a criterio de la Superintendencia, esta podrá incluir, firmadas por ella misma, las advertencias oportunas en un lugar prominente del prospecto de emisión, antes de aprobarlo*”. A partir de estos dos artículos la Superintendencia interpretó que deben realizarse labores de evaluación previa de los prospectos y que, además, debe pasarse por un proceso de decisión, en cuanto a si se incorporan o no los instrumentos que están siendo explicados al mercado en dichos prospectos. Esto ha generado sin embargo, algunos inconvenientes. En primer lugar, se podría dar la impresión de que la SUGEVAL, al realizar esas actividades, les da algún tipo de *garantía* o *certificado de buena conducta* a esas emisiones. En segundo lugar, se ha generado en los intermediarios la impresión que, si está en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios (RNVI), entonces, está autorizado para ser ofrecido a cualquier tipo de

inversionista sin importar su perfil de riesgo y objetivos. Eso, a todas luces, no es cierto. Hay que ver lo que establece el Artículo 109 de la actual Ley Reguladora del Mercado de Valores. Éste dice expresamente que los intermediarios son responsables por la aclaración de los riesgos y la definición de las características de los instrumentos. Al no haber claridad sobre esos elementos, también se han presentado inquietudes relativas al tratamiento que se les debería dar a las emisiones del Ministerio de Hacienda, Banco Central, a las instituciones públicas con emisiones garantizadas de manera solidaria por el Estado, al sector bancario estatal comercial y de creación especial, al sector bancario privado y a otros entes supervisados por Superintendencia General de Entidades Financieras.

Por otra parte, los conceptos actuales de *oferta pública* y de *oferta pública restringida* son ambiguos. ¿Por qué ambiguos? Porque:

- 1) no hay diferencia entre clasificaciones de riesgo e incumplimiento de pago,
- 2) no existe diferencia en cuanto a riesgo de liquidez,
- 3) no existe diferencia en cuanto a riesgo de tasa de interés,
- 4) no existe diferencia en cuanto a riesgo de moneda,
- 5) no existe diferencia en cuanto a complejidad de los instrumentos o emisores,

En la normativa actual sólo se establece diferencia en cuanto a la existencia o no de información histórica. Cómo se debe tratar el mercado internacional y sus instrumentos? Alternativas: a) se incluyen en el RNVI y b) se permite, bajo condiciones claramente definidas, que se incorporen en los portafolios de los inversionistas. La propuesta de la SUGEVAL es que se puedan incorporar en los portafolios de los inversionistas, pero que no formen parte del RNVI.

En el tema de financiamiento de proyectos, el señor *Arias* mencionó que la SUGEVAL ha estado revisando lo relativo a la titularización, el respaldo de los activos subyacentes, si se acepta o no el riesgo de construcción, la inexistencia de cesión del activo, si hay posibilidades de que haya activos prefijados, activos objeto de titularización, volumen suficiente, historial de la cartera, homogeneidad del activo, flujos predecibles (arrendamiento operativo) y criterios de selección. Hay una propuesta para que se revelen, de forma adecuada, los riesgos de la devolución de los activos y que, bajo esa vía, se puedan titularizar arrendamientos de tipo operativo. En la actualidad básicamente se tiene lo que es oferta pública restringida, lo que es arrendamiento operativo y las etapas en las que se puede utilizar el mercado de valores. Se están buscando mejoras en la revelación, tanto de los equilibrios del proyecto, como la existencia de estudios disponibles.

En lo atinente a los intermediarios, la propuesta se basa en el concepto de servicios o productos ofrecidos y no en la institución que los brinda. El objetivo es establecer con claridad el concepto de realización de órdenes, que es distinto a lo que es asesoría. En la asesoría se aceptaría que es distinto lo que es envío de información a lo que es asesoría basada en información. Esto significa que si bien una entidad pueda enviar información masivamente, una vez que alguien se convierte en cliente, es obligación del asesor conocer a su cliente y determinar cuál es la información que se ajusta al perfil y requerimientos de ese cliente. Además, se está separando la gestión de portafolios. Se quiere ver más detenidamente la gestión de cartera propia, así como los servicios de banca de inversión y

estructuración. Los requisitos se establecerán en función del servicio o producto ofrecido y no de la entidad que lo ofrece.

Luego que don **Carlos** comentara una serie de detalles respecto de dónde había elementos críticos y hasta dónde llegaba el derecho individual, en contraposición con la obligatoriedad de la utilización del servicio de asesoría, el señor **Brenes** indicó que sería importante ver cómo se hace en el resto del mundo, donde en el momento en el que el cliente escoge dónde va a comprar sabe lo que está adquiriendo. Respecto a esto, el señor **Arias** explicó que, en general, para todos los elementos que se estaban analizando modificar de los distintos reglamentos, se estaba haciendo una revisión de las mejores prácticas internacionales. No es apropiado hacer modificaciones para que un instrumento funcione de una manera distinta a lo que son las mejores prácticas internacionales, en especial, por los problemas que ello podría acarrear, tanto con extranjeros como para nacionales, cuando estos últimos participan en mercados internacionales. En este orden de ideas, el señor **Arce** señaló que, desde el punto de vista regulatorio, era más importante supervisar las prácticas de conducta de los intermediarios financieros en el mercado, que lo relativo a la libertad individual. Cuando se habla de mercados financieros con buenas prácticas internacionales, probablemente, los códigos de conducta, autoimpuestos o generados por la regulación pueden ser mucho más estrictos que lo que se podría considerar como las prácticas más apropiadas. Así las cosas, tal vez sea más provechoso concentrarse no en el derecho individual, sino en la forma en la cual se hace a los intermediarios responsables de los servicios que prestan y, además, que apropiadamente generen valor agregado para los clientes del mercado de valores. Al respecto, el señor **Arias** dijo que en todo eso había un balance. No se pueden establecer obligaciones a un intermediario, con respecto a un cliente que desea actuar a su antojo. Pero tampoco se puede permitir que la regulación incline a los intermediarios a convertir a todos los clientes, en individuos que quieren actuar a su antojo.

El señor **Arce** fue enfático al decir que no debía haber una mezcla de autoselección de clientes, sino de incentivos apropiados al participante del mercado para que acepte a los clientes que corresponda. Si se ve la historia de la oferta pública restringida y de las complicaciones que ha habido con fideicomisos de obra pública, la razón de esas restricciones no ha sido que el CONASSIF o las superintendencias, por un simple capricho, han decidido prohibir que la gente tenga acceso a eso. Las restricciones se han dado, precisamente, por las dudas que hay en algunos casos de la participación de ciertos intermediarios, a la hora de vender el producto. Si se lograra encontrar un balance apropiado de incentivos, para que los intermediarios facturaran adecuadamente y para que el inversionista autoseleccionara, la historia sería diferente. Gran parte de las complicaciones de lo que tiene que ver con oferta pública restringida y con el acceso a mercados internacionales se podrían corregir por la vía de esos incentivos. Con eso, tal vez, no sería necesario recurrir a definiciones arbitrarias que muchas veces terminan siendo poco prácticas. En línea con esto, el señor **Arias** destacó que todos los elementos señalados giraran en torno al tema de intermediarios. Hay mucha regulación sobre registro contable, llenado de boletas y procedimientos operativos. Sin embargo, sobre conductas, definición de servicios, obligaciones y responsabilidades que se asumen en la prestación y en la contratación de éstos, hay escaso o ningún desarrollo. Esta situación va en contra de los

grupos que actúan bien y, de alguna manera, a favor de la conducta de los que no actúan bien.

Respecto al tema de fondos de inversión, el señor *Arias* indicó que se definió un esquema de manejo para lo que tiene que ver con derecho de receso, plazo de los fondos cerrados, utilización del mercado de valores como fuente de fondos, número de inversionistas, manejo de revelaciones sobre conflicto de interés, riesgos de no alcanzar punto de equilibrio, endeudamiento, plazos extendidos, etc. Queda pendiente lo relativo a comercialización, referenciamiento y tercerización de servicios. Por otra parte, en lo relativo a bolsas de valores, señaló que existe una propuesta para reformar parcialmente el Reglamento sobre bolsas de valores y dejar en las manos de la SUGEVAL la supervisión de los puestos de bolsa y de los agentes. La idea sería que la Bolsa de Valores se concentre en conductas que afecten la formación de precios y el funcionamiento de los mercados que organiza.

También indicó que es necesario avanzar en el tema de custodia y anotación de valores. Este elemento tiene poco más de doce años de estar inconcluso. De hecho, hay proyectos de hace varios años que entrarán en operación y afectarán el estado actual de las cosas, por ejemplo, el sistema *patron clear*. El que este sistema entre en vigencia significará que los custodios ganen ciertas funcionalidades y que vuelva a modificarse la estructura. Se generarán, por ende, algunas actividades que no necesariamente responderán a autorizaciones nuevas, sino, más bien, a autorizaciones pendientes desde hace ya varios años.

En las acciones de corto plazo de la Ruta está planteado lo relativo a la revisión y evaluación del programa MAPA y la definición de oferta restringida para acciones. Pero estos dos temas no están en el plan de trabajo autorizado por el CONASSIF. No están allí porque ese Cuerpo Colegiado los haya eliminado, sino porque, en el proceso de selección de actividades, no había la capacidad para manejarlos todos. Cuando se hizo la primera aproximación a inicios del 2012, no se tenía la misma percepción de estados de urgencia, que se tuvo al finalizar el año. Por tanto, cuando se presentó al CONASSIF, en diciembre, el plan de trabajo para el 2013, estos dos temas no se incorporaron pero por las razones indicados, no porque no sean importantes.

La expectativa es que todas las modificaciones de normativa antes expuestas queden aprobadas en el tercer trimestre del 2013, a más tardar. Ya debidamente aprobados, la SUGEVAL deberá considerar en qué nuevos temas concentrará su atención. Esta Superintendencia tendrá que entrar en un proceso de autoevaluación interna de su organización y de la manera en la que está haciendo las cosas, para determinar si se continuará con el modelo de supervisión actual o si se avanza hacia la Supervisión Basada en Riesgos. Lo cual requerirá una reorganización estratégica.

Después de algunos comentarios que se suscitaron sobre el particular, el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores,

**resolvió:**

dar por recibida la presentación del señor Carlos Arias, Superintendente General de Valores, en torno implementación de acciones de corto plazo de la Ruta Estratégica por parte de la SUGEVAL.

**PUNTO 4.** *Asuntos de los señores Miembros del Consejo y asuntos informativos.*

A raíz de una consulta que había quedado pendiente acerca de la participación del asesor jurídico del CONASSIF en el grupo técnico que trabajará en la elaboración de la propuesta de borrador de una nueva ley de valores para el Consejo, se acordó incluir al señor Rodrigo Hidalgo.

**Se dio por recibido.**

**A las 17:02 horas finalizó la sesión.**