



**ASISTENCIA TÉCNICA
ELABORACIÓN DE UN PLAN DE RUTA ESTRATÉGICO
PARA EL MERCADO DE VALORES DE COSTA RICA**

**PROPUESTA PRESENTADA POR EL GRUPO ASESOR
AL BANCO CENTRAL DE COSTA RICA Y AL CONSEJO
NACIONAL PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE
VALORES DE COSTA RICA**

IFC/World Bank Securities Markets Group (SMG)

Agosto 22 de 2012

TABLA DE CONTENIDO

	Página
GLOSARIO	3
1. INTRODUCCIÓN	4
2. RESUMEN EJECUTIVO	9
3. PLAN DE RUTA	14
3.1. ACCESO AL MERCADO	14
3.1.1. MERCADO ABIERTO PARA DEUDA – APERTURA Y CRECIMIENTO	15
3.1.2. ACCESO A LOS INVERSIONISTAS – AGILIDAD Y FACILIDAD	19
3.1.3. GLOBALIZACIÓN – INTEGRACIÓN Y VISIBILIDAD INTERNACIONAL	22
3.2. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN	25
3.2.1. CONASSIF Y SUPERINTENDENCIAS: RELACIÓN ORGÁNICA Y EFICAZ	25
3.2.1.1. EXPEDICIÓN DE NORMAS	25
3.2.1.2. GOBIERNO CORPORATIVO	32
3.2.2. BOLSA NACIONAL DE VALORES – BNV: APERTURA Y COMPETITIVIDAD	36
3.2.2.1. DESMUTUALIZACIÓN	36
3.2.2.2. GOBIERNO CORPORATIVO	37
3.2.2.3. AUTORREGULACIÓN DISCIPLINARIA	39
3.2.3. ASESORES EN INVERSIONES Y ADMINISTRADORES DE PORTAFOLIOS: CONTROL POR ACTIVIDAD	41
3.2.4. PROFESIONALIZACIÓN Y EDUCACIÓN: COMPETITIVIDAD Y PARTICIPACIÓN	45
3.2.4.1. PROFESIONALIZACIÓN DEL MERCADO	46
3.2.4.2. EDUCACIÓN AL PÚBLICO	49
3.3. PRODUCTOS	51
3.3.1. DEUDA PÚBLICA: ORDENAMIENTO, PLANEACIÓN Y REFERENTE DE MERCADO	51
3.3.2. BONOS Y VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA: DIVERSIFICACIÓN Y ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN	57
3.3.3. ACCIONES: CREACIÓN DE MERCADO	64
3.4. RIESGOS	70
3.4.1. COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN: CONTROL Y FORTALECIMIENTO	70
3.4.2. POSICIÓN PROPIA DE LOS NUEVOS INTERMEDIARIOS DE VALORES	74
3.5. PRIORIZACIÓN Y CARTA GANTT GENERAL	76
4. AGRADECIMIENTOS	78

GLOSARIO

ADMS:	Administradores de Mercados Abiertos
AMERCA:	Asociación de Mercados Centroamericanos (Costa Rica, Panamá y El Salvador)
ASA LEG:	Asamblea Legislativa
BCCR:	Banco Central de Costa Rica
BID:	Banco Interamericano de Desarrollo
BNV:	Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica
CEVAL:	Central de Valores de la Bolsa Nacional de Valores
CNDMV:	Consejo Nacional Para el Desarrollo del Mercado de Valores
CONASSIF:	Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero
ESTC:	Estructuradores
FUNDEVAL:	Fundación para el Desarrollo del Mercado de Valores de la BNV
LGAP:	Ley General de Administración Pública
LRMV:	Ley Reguladora del Mercado de Valores
MEP:	Ministerio de Educación Pública
MH:	Ministerio de Hacienda
MILA:	Mercado Integrado Latinoamericano (Colombia, Chile y Perú)
RNVI:	Registro Nacional de Valores e Intermediarios de la SUGEVAL
SAFIS:	Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión
SPGV:	SUGEVAL
SPIS:	Superintendencias del Sistema Financiero
SUGEVAL:	Superintendencia General de Valores

1. INTRODUCCIÓN

Costa Rica ha sido un país cuya institucionalidad en temas financieros y de mercado de valores se ha fortalecido en los últimos 14 años, a partir de la expedición de la Ley Reguladora del Mercado de Valores No. 7732 de 1998 y de normativas complementarias, pero el desarrollo del mercado no ha evolucionado en el sentido y al ritmo deseado.

Dentro de las altas esferas de las autoridades de gobierno, de regulación y supervisión, como del sector financiero y del mercado en general costarricense existe consenso sobre la necesidad urgente de crear las condiciones para que Costa Rica cuente con un mercado de valores que aporte valor agregado a la economía, crecimiento, competitividad y desarrollo social.

Dentro del interés ante señalado, el señor Clemente del Valle en su calidad de funcionario del *IFC/World Bank Securities Markets Group (SMG)*, en agosto de 2011 presentó a un grupo de autoridades y líderes de la industria del mercado de valores de Costa Rica “Algunas Reflexiones Estratégicas para el Desarrollo del Mercado de Capitales”. De dicha reunión y conferencias posteriores, el Presidente del Banco Central de Costa Rica - BCCR, don Rodrigo Bolaños y el Segundo Vicepresidente de la República don Luis Liberman, acordaron llevar a cabo un proyecto con dicha entidad liderado por Clemente del Valle para establecer el Plan de Ruta del Mercado de Valores de Costa Rica, orientado a los siguientes objetivos:

- Establecer, mediante consenso entre la industria y el Gobierno, la agenda de las reformas en la que se identifiquen en forma específica los cambios y reformas que se requieren realizar en los próximos cinco (5) años, para desarrollar el mercado de valores en Costa Rica.
- Identificar las principales reformas legales que serán necesarias para implementar éste plan.
- Ayudar a obtener la aprobación de la administración actual y el compromiso de los actores claves para llevar a cabo el programa de reformas establecidas en la agenda.

Para el logro de los objetivos anteriores el Banco Mundial en su propósito de desarrollar los mercados de valores de la región, decidió asignar recursos para una Asistencia Técnica en Costa Rica y conformar el Grupo Asesor con Clemente Del Valle como Director del Programa y Susana

Gómez Rodríguez como Asesora Principal.

A partir del Plan de Ruta propuesto como resultado de la Asistencia Técnica corresponderá a las autoridades e industria de Costa Rica obtener consenso sobre el mismo y hacerlo propio, para luego proceder a establecer el plan de trabajo, actividades, reformas legales y reglamentarias requeridas, indicadores de avance y grupo a cargo de tan importante gestión.

De acuerdo con la programación de actividades requeridas para el logro de los objetivos de la Asistencia Técnica, se estimó una duración de máximo cinco meses, contados a partir de marzo de 2012.

Las actividades fueron desarrolladas a través de 4 jornadas de trabajo *“in situ”* en San José de Costa Rica, mediante reuniones coordinadas por el señor Julio Rosales Tijerino asesor de la Presidencia del BCCR, con las autoridades de las entidades de naturaleza financiera, los emisores, la Bolsa, los inversionistas, los administradores de productos y/o sus estructuradores, los proveedores de infraestructura y cualquier otro participante activo, con el fin de:

- Lograr la identificación de los actores principales,
- Conocer la visión de los actores frente al mercado actual y a la oportunidad de desarrollar el mercado de valores costarricense,
- Identificar el estado del desarrollo del mercado y de su estructura, e
- Identificar las oportunidades y necesidades de cambios en relación con las prácticas y estructuras propias de Costa Rica y aquellas consideradas como mejores prácticas, estructuras y procesos llevados a cabo en mercados similares que han logrado avances significativos en el desarrollo de sus mercados de valores.

Producto de las reuniones sostenidas, el Grupo Asesor identificó los siguientes hallazgos a nivel general dentro del mercado de valores de Costa Rica, a partir de entrevistas y reiteradas reuniones con los distintos grupos de interés.

- 1) Institucionalidad: Costa Rica es un país con un alto grado de institucionalidad y de respeto por ésta.

- 1) País con prestigio: A nivel de la región Costa Rica cuenta con una buena calificación de riesgo, es objeto de crédito internacional, las emisiones de deuda son apetecidas por los países vecinos, se le considera estratégico para la integración con Panamá y El Salvador, los estudios de estándares de mercado lo revelan como un país con buenos niveles de cumplimiento de estándares internacionales.
- 2) Recurso humano con talento y exposición internacional: El recurso humano que participa en la industria tiene preparación, se ha especializado en su sector y por su ubicación geográfica tiene exposición internacional hacia Estados Unidos de América, México, Centro América y algunos países Latinoamericanos.
- 3) Nivel de ahorro institucional importante y con crecimiento a través de los fondos de inversión y de pensiones: Los fondos de pensiones creados hace mas de 10 años han alcanzado una buena dinámica de crecimiento, llegando a un 20% anual, sumado a la figura de los fondos de inversión los cuales son vehículos activos y en desarrollo en la industria.
- 4) Sector empresarial dinámico y con potencial de expansión: El crecimiento de Costa Rica medido a través de su PIB, en 8 de los últimos 10 años ha sido positivo, registrando crecimientos importantes y para el 2011 logró un crecimiento del 4%.
- 5) Un economía con necesidades de infraestructura importante: Costa Rica es un país con necesidades reales de infraestructura para lograr “des-atrasarse”, con inversiones estimadas en aproximadamente USD 2.000 millones anuales.
- 6) Un Estado con predominancia en todas las instancias del mercado:
 - ✓ Como actor del mercado (emisor, intermediario, garante, inversionista).
 - ✓ Como producto, con la deuda pública como único instrumento en el mercado primario y secundario.
 - ✓ Dos emisores soberanos con bajos niveles de coordinación para la realización de sus programas de emisiones y realización de subastas.
 - ✓ Como único generador de regulación ante una auto-regulación limitada.
 - ✓ Ausencia de un responsable de la promoción para el desarrollo del mercado: Dentro de la

industria se extraña que la SUGEVAL no tiene como función la promoción del desarrollo del mercado, así como el liderazgo que la BNV tuvo y que ya no se percibe.

8) En el pasado reciente se ha presentado relacionamiento entre las autoridades, caracterizado por:

- ✓ Una relación débil entre CONASSIF y SUGEVAL.
- ✓ Una relación distanciada entre la SUGEVAL y la BNV.
- ✓ Con aversión al riesgo y por ende a la innovación.
- ✓ Un supervisor distanciado de la industria y limitado en sus acciones por temor a las consecuencias de sus actuaciones.

9) Un marco legal sobre-regulado, un tanto desarticulado y poco oportuno, frente a las necesidades del mercado, rígido para el cambio, orientado a la oferta pública y a la transacción bursátil como único vehículo, deficiente en la asignación de responsabilidad a los agentes privados (puestos de bolsa, agentes de bolsa, asesores de inversiones, estructuradores y abogados) y sobrecargado en el Supervisor, con regulación orientada al mercado doméstico y de espaldas a la globalización.

10) Los inversionistas institucionales y los puestos de bolsa:

- ✓ Con poca exigencia y sofisticación en razón a un mercado con un solo producto, un solo emisor y operado exclusivamente por los puestos de bolsa.
- ✓ Resignados ante las dificultades para modificar la regulación y por las características del marco legal ante anotadas.
- ✓ Insuficientes niveles de profesionalismo, ocasionada por el tipo de regulación y mercado existente, que no les requiere competir con base en valor agregado.
- ✓ Una Bolsa “cooperativizada” y con pocos incentivos empresariales.
- ✓ El mercado operado por un solo agente del mercado (bolsa y sus comisionistas)
- ✓ Con una tendencia a operar en mercados de oferta privada (local e internacionalmente) ante la dificultad de los procesos de oferta pública.
- ✓ Con debilidades y barreras en la prestación del servicio de infraestructura. El único mercado regulado es el administrado por la Bolsa, en la que solo se permite como

miembros a los puestos de bolsa, sin existencia de un mercado mostrador organizado. Con un esquema de custodia, compensación y liquidación que duplica esfuerzos al tener dos centrales de anotación en cuenta, con restricciones para miembros liquidadores y custodios, con modelos de compensación de operaciones que no atienden estándares de segmentación de riesgos.

Concluida la etapa de conocimiento se tuvieron sesiones para profundización de los hallazgos y recomendaciones, para luego proceder a la formulación de una propuesta de Plan de Ruta Estratégico por parte del Grupo Asesor.

Luego de identificados los vectores de cambios o posibles mejoras, se analizaron los requerimientos de tipo normativo necesarios para su implementación, con el apoyo de un Asesor Legal Local – Licenciado Elian Villegas, experto en temas legales del mercado de valores de Costa Rica, Rica y de Julio Rosales del BCCR por su amplio conocimiento en procesos regulatorios en el país, para posteriormente establecer una gradualidad en la implementación de la estrategia propuesta.

Es importante resaltar que al inicio de la Asistencia Técnica, se propuso por parte del Grupo Asesor a los gestores de esta Misión Técnica, don Rodrigo Bolaños y don Luis Liberman, la necesidad de reconocer la importancia del Mercado de Valores y de encargar el impulso y desarrollo del Mercado en alguien de muy alto nivel. Como resultado de esta recomendación, el Gobierno de Costa Rica emitió el Decreto Ejecutivo 37151-H, mediante el cual se promulga la “DECLARATORIA DE INTERÉS PÚBLICO Y NACIONAL DEL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES Y CREACIÓN DEL CONSEJO NACIONAL PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES”. Dentro del mismo Decreto se asigna a la Segunda Vicepresidencia de la República la función de impulsar y coordinar las políticas necesarias para el desarrollo del mercado de valores y se crea el Consejo Nacional para el Desarrollo del Mercado de Valores como un órgano consultivo.

2. RESUMEN EJECUTIVO

La Asistencia Técnica para “Elaboración de un Plan de Ruta Estratégico para el Mercado de Valores de Costa Rica” se desarrollo mediante 4 jornadas de trabajo “in situ” en San José de Costa Rica, a través de reuniones con autoridades y principales actores del mercado con el objetivo de conocer y analizar la industria de valores como un todo (autoridades, participantes, inversionistas, productos e infraestructura). Para el trabajo realizado se contó con un Asesor Jurídico como apoyo local proporcionado por el BCCR.

Antes de presentar el Resumen Ejecutivo de la Misión, es importante resaltar que al inicio de la Asistencia Técnica, se propuso por parte del Grupo Asesor a los gestores de esta Misión Técnica, don Rodrigo Bolaños - Presidente del BCCR y don Luis Liberman – Segundo Vicepresidente de la República, la necesidad de crear un grupo de alto nivel que asumiera el liderazgo, adoptara el Plan Estratégico y liderara su posterior implementación. Como resultado de esta recomendación, el Gobierno de Costa Rica emitió el Decreto Ejecutivo 37151-H mediante el cual se promulga la “DECLARATORIA DE INTERÉS PÚBLICO Y NACIONAL DEL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES Y CREACIÓN DEL CONSEJO NACIONAL PARA EL DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES” y encargó a la Segunda Vicepresidencia la función de impulsar y coordinar las políticas para el desarrollo del mercado.

A su vez, es relevante tener en cuenta los hallazgos a nivel general identificados dentro del mercado: (i) un país con institucionalidad y prestigio, con un nivel de ahorro institucional importante y en crecimiento, y con necesidades de desarrollar infraestructura en forma considerable; (ii) un recurso humano con talento y exposición internacional; (iii) un sector empresarial dinámico y en expansión; (iv) un mercado de valores en donde el Estado predomina en todas las instancias y “bursatilizado” en que solo puede ser operado por los puestos de bolsa; (v) relaciones distanciadas entre las autoridades y de éstas con los entes fiscalizados; (vi) un marco legal sobre-regulado y desarrollando en forma desarticulada y lenta frente a las necesidades de la industria; y, (vii) con inversionistas institucionales y puestos de bolsa resignados y con poca exigencia y sofisticación generados por un mercado en donde hay un solo emisor y un solo producto.

El Plan de Ruta para el Mercado de Valores cubre los siguientes puntos cardinales y se identifican para ellos las siguientes propuestas como detonantes del cambio:

1) El ACCESO al Mercado local e internacional, en donde se propone:

- ✓ La apertura de los mercados de deuda, en que todos los inversionistas institucionales y entidades fiscalizadas por las superintendencias de naturaleza financiera tengan acceso a los mercados en forma directa, a través de la creación de mercados abiertos regulados.
- ✓ Brindar acceso a los mercados para el inversionista mediante el enrutamiento de órdenes, con el fin de lograr un verdadero acceso y democratización de los mercados, y el uso de las redes bancarias para la promoción de los servicios ofrecidos por los puestos de bolsa.
- ✓ La apertura e integración del mercado costarricense con otros mercados de la región es de vital importancia, asumiendo con urgencia la conformación de la AMERCA y hacer parte del MILA, mediante la creación de un equipo de trabajo a nivel gerencia de la SUGEVAL y la BNV que de forma rápida y expedita formule y gestione los requerimientos legales para permitir el acceso remoto y el reconocimiento de emisores extranjeros.

2) La REGULACIÓN y SUPERVISIÓN que abarca al regulador, los supervisores, la bolsa y los actores, se propone:

- ✓ El CONASSIF y las Superintendencias deben crear una relación más orgánica y eficaz, mediante la adopción conjunta de un plan estratégico y de actividades, estableciendo procesos para la expedición de regulación efectivo y socializado con los agentes fiscalizados, en el que la conveniencia y la relación costo/beneficio sea un elemento estructural del mismo; y aclarando los alcances de la competencia regulatoria del CONASSIF.
- ✓ Fortalecer la estructura del CONASSIF, que le permita desarrollar sus funciones de regulador, administrador y juez de segunda instancia en forma más eficiente y eficaz, a través de un grupo de profesionales con altos conocimientos técnicos del mercado y de la industria financiera. En adición a lo anterior, a mediano plazo, evaluar la pertinencia de modificar el esquema de vinculación de los directores del CONASSIF, buscando mayor

asignación de tiempo; y, la estructura de supervisión (prudencial/conductas vs. por tipo de entidad).

- ✓ En la BNV la propuesta se orienta a su desmutualización mediante un cambio en el régimen de propiedad que permita la participación amplia de los inversionistas como accionistas, y que ésta a su vez pueda tener inversiones en entidades del mismo tipo en sociedades extranjeras. En lo pertinente a su gobierno corporativo, se propone implementar, en el corto plazo, para la Junta Directiva una modificación a la reglamentación actual expedida por el CONASSIF para los miembros independientes buscando racionalizarla y por autorregulación de la BNV permitir la conformación con al menos dos miembros que provengan de otros sectores del mercado y eliminar la participación de miembros con voz pero sin voto.
- ✓ Para el Comité Disciplinario, hasta tanto se realice la apertura de los mercados, sustituir la asistencia del gerente por una persona no vinculada a la Bolsa ni a los puestos de bolsa y que el abogado deba ser independiente respecto de la bolsa, de los puestos de bolsa y sus agentes.
- ✓ En lo pertinente a la autorregulación, en general, se propone, que ante la apertura de los mercados y futura desmutualización, la supervisión de conductas la concentre la SUGEVAL y establecer como sujetos de supervisión a todas las personas y entidades que participen en el mercado de valores en forma directa o indirecta, y crear protección legal para dicha entidad limitando la responsabilidad a lo civil y a culpa grave o dolo, y establecer el tipo de proceso y plazos máximos para la impugnación de sus decisiones.
- ✓ Unificar las obligaciones y deberes para la actividad de asesoría y administración de portafolios de terceros (fideicomiso, asesores de inversiones y contratos de mandatos).
- ✓ Institucionalizar en la SUGEVAL la labor educativa al público en general, con el apoyo de la industria.
- ✓ En lo referente a la profesionalización de los actores del mercado se propone establecer que las personas vinculadas a entidades vigiladas por una Superintendencia del Sistema Financiero y/o que participen en el mercado de valores deban ser acreditadas, reconociendo diferentes tipos de acreditación por mercado y por actividad, con vigencia y condiciones de renovación estándar y con sistema de registro unificado en el RNVI.

3) Los PRODUCTOS en donde:

- ✓ Respecto de la deuda pública es prioritario mejorar los niveles de coordinación entre BCCR y MH como emisores soberanos, hasta tanto se defina la opción de un solo emisor soberano o los mecanismos objetivos para realizar las emisiones. Simultáneamente es necesario promover una mejor coordinación de funciones dentro del MH (front-middle-back) y para propósitos del seguimiento de la Hoja de Ruta nombrar una persona responsable dentro del MH para su coordinación; hacer una planeación de largo plazo para la gestión de deuda y manejo de la caja, crear un comité de mercado de deuda pública con la participación de los principales actores del mercado; hacer efectiva la participación directa de los agentes fiscalizados en el mercado primario mediante su vinculación a los sistemas de subasta; y, finalmente implementar una operación de liquidez con disponibilidad del subyacente
- ✓ En cuanto a los bonos, los vehículos de inversión colectiva y las acciones, se propone (i) crear procesos de emisión especial orientada a inversionistas sofisticados con prospectos reducidos a partir de Oferta Restringida; (ii) ajustar el concepto de inversionistas sofisticados para incluir como criterio el conocimiento y la experiencia; (iii) revisar la reglamentación de los procesos de titularización, fondos de capital de riesgo y de fideicomisos de inversión en infraestructura para permitir su uso, reconociendo las etapas de éstos proyectos y los riesgos asociados; (iv) crear el marco legal para regímenes híbridos entre ofertas públicas y privadas y reconocimiento de otras jurisdicciones; (v) revisar el régimen de inversión de los fondos de pensiones y otros institucionales; (vi) Realizar un estudio del ecosistema del mercado de acciones y evaluar la necesidad de mercados especiales para acciones; (vii) Coordinar los esfuerzo entre el Estado y el sector privado para promover el emprendimiento y empresas en proceso, y (viii) Con relación a empresas de mayor tamaño y considerando la importante participación del Estado en la propiedad de empresas en todos los campos de la economía de Costa Rica se recomienda la adopción de altos estándares de gobierno corporativo para el fortalecimiento, competitividad y sostenibilidad a largo plazo en dichas empresas a través de una mayor participación en el mercado de capitales para la financiación de las inversiones requeridas para su expansión y crecimiento.

4) Para la mejora de los RIESGOS:

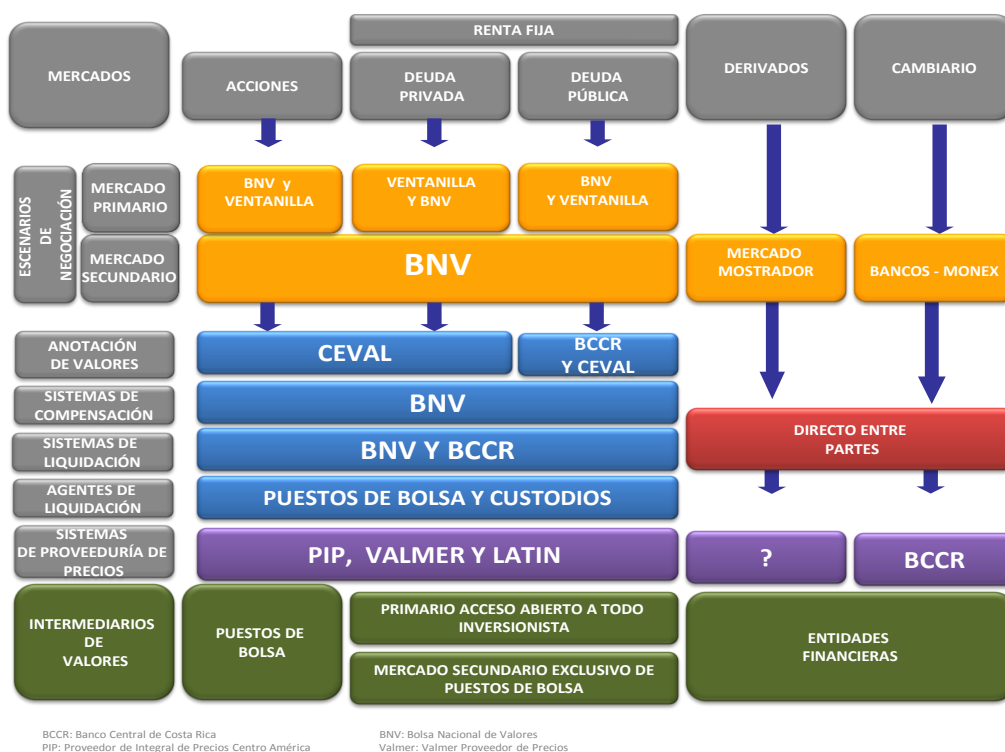
- ✓ En los procesos de COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN se propone (i) dar acceso efectivo a los custodios a la liquidación para que puedan cumplir su función de entregar y recibir directamente los valores objeto de las operaciones de sus clientes; (ii) trasladar al cliente el deber de certificar y mantener actualizada su condición fiscal en el custodio y eliminar la contingencia legal del emisor y de la entidad de anotación respecto de las retenciones; (iii) fijar reglas para los emisores de poner a disposición los recursos correspondientes a cupones y capital y reglas relacionadas con las renovaciones; (iv) reportar al BCCR, a la CEVAL y a los custodios las operaciones desde su celebración; (v) realizar un análisis de la liquidez del mercado, de los plazos de liquidación y de los sistemas de garantías o respaldo de las operaciones para luego definir el modelo de compensación para cada mercado; (vi) reinstalación de los bancos como miembros liquidadores; (vii) garantizar el ciclo de “entrega contra pago” mediante interconexión de los sistemas que interactúan en los procesos; (viii) definir un único modelo jurídico y operativo para las garantías de las operaciones que las requieran y hacer explícito la “inatacabilidad” de las mismas y la firmeza de las operaciones; (ix) crear un sociedad de compensación y liquidación única para el mercado de valores con capacidad operativa, tecnológica y fortaleza patrimonial.
- ✓ Respecto de la Posición Propia de las entidades de naturaleza financiera se propone estudiar a profundidad la regulación vigente, y de ser el caso proponer los ajustes necesarios y evaluar la necesidad de crear operadores especializados en posición propia dentro de las entidades financieras.

3. PLAN DE RUTA

La presente propuesta de Plan de Ruta ha sido estructurada a partir de una agrupación temática en donde por cada aspecto analizado se formula un diagnóstico o contexto, para luego pasar a identificar y establecer detonantes del cambio, y por último los requerimientos normativos. Finalmente se sugiere una priorización de corto plazo y una Carta Gantt básica que incluye la totalidad de las propuestas, en donde se indica el plazo de implementación con base en el nivel de exigencia regulatoria, a partir de tres segmentos de tiempo.

3.1. ACCESO AL MERCADO

Con el objeto de precisar el entendimiento del trabajo que se presenta a continuación, es pertinente presentar la estructura general del mercado de valores de Costa Rica, el cual se resume en la siguiente gráfica (Grafica 1).



Grafica 1 – Estructura General del Mercado

3.1.1. MERCADO ABIERTO PARA DEUDA – APERTURA Y CRECIMIENTO

DIAGNÓSTICO:

- a) El Mercado Secundario de deuda es un mercado exclusivo de las bolsas, que en Costa Rica es de la BNV y operado a través de los puestos de bolsa por disposición legal a través de sistemas electrónicos de negociación.

- b) Mercado Primario: Considerando que el mercado está concentrado en deuda pública central emitida por el MH y BCCR, el diagnóstico y contexto siguiente corresponden básicamente a este mercado.
 - i. Se opera a través de la BNV en el sistema de subasta primaria administrado por ésta y a través de los puestos de bolsa.
 - ii. Legalmente está permitido el acceso directo de entidades distintas a los puestos de bolsa a la subasta del mercado primario, sin embargo la industria no tiene conciencia de esta opción y la BNV no ha promovido en forma permanente y continua la apertura de este mercado, condicionada por la falta de interés aparente de los participantes.
 - iii. El BCCR ofrece un mecanismo a través de Central Directo de colocación primaria para su deuda, que reemplazó la colocación por ventanilla, enfocado a distribución minorista.
 - iv. El BCCR tiene interés en promover una efectiva apertura del mercado primario para la deuda pública emitida por el MH y BCCR (subasta directa), con base en el marco legal actual. Actualmente las autoridades se encuentran evaluando diferentes alternativas para la consecución de este objetivo.
 - v. En lo referente a la deuda distinta a la emitida por el Banco Central, también se realiza a través de la subasta primaria de la BNV.

- c) Al mercado de deuda le han sido aplicadas las reglas propias de los mercados de acciones, sufriendo un proceso de “bursatilización”, que en su momento tuvieron validez, pero que hoy requieren de una revisión profunda con base en la realidad del mercado de dichos activos y las

necesidades de los inversionistas institucionales.

- d) En general, las transacciones sobre títulos de deuda en países desarrollados y en vías de desarrollo se llevan a cabo en el mercado mostrador que es un mercado abierto a todos los participantes, en que las operaciones se realizan por teléfono y al cual recientemente se ha incorporado apoyos tecnológicos para efectos de agilidad. Dentro del mercado mostrador los llamados “inversionistas institucionales” tienen acceso directo a operar estos activos y utilizan los puesto de bolsa y demás agentes del mercado como una contraparte más, cuando éstos le ofrecen valor agregado, sin afectar la transparencia, información, seguridad y control.
- e) Un inversionista institucional en razón y con ocasión de la función económica que cumple por ministerio de la ley es un experto en materia de inversión y no debería la ley en imponer el uso de un vehículo para realizar las operaciones propias de su objeto social, que simplemente le encarecen la prestación de sus servicios, afecta la rentabilidad final de sus inversionistas y le intermedia la información de los mercados.
- f) La apertura de los mercados de deuda a los inversionistas institucionales genera ventajas que no requieren comprobación, tales como un mayor número de ofertas, de precio, desconcentración real del riesgo operativo, de compensación y liquidación, de interés en la formación de precios, de conocimiento de los mercados, de gestión de portafolios, de sofisticación en los productos y operaciones.
- g) Las aperturas de los mercados de deuda con participación abierta y directa de los puestos de bolsa y de los demás agentes financieros que se han realizado en otros países generó, en su momento y aún continúa, un crecimiento impensable y mejoras sustanciales en diferentes dimensiones, tales como: mayor tamaño del mercado, mejora en la liquidez, mayor número de emisores, mejor formación de precios, más información, mayor autocontrol de la industria, nuevos tipos de operaciones, sofisticación de los agentes del mercado, mejor gestión en los portafolios administrados, competencia por valor agregado y fortalecimiento patrimonial de la industria a partir de mejores resultados.
- h) Se condiciona al inversionista que no es objeto de supervisión a realizar sus transacciones a

través de puestos de bolsa en la BNV. Esto hace aún más evidente la “bursatilización” del mercado de deuda.

- i) Actualmente existen dos mercados de gestión de liquidez (MIL y MEDI) con sistemas de liquidación y compensación muy diferentes y esquemas de administración de garantías distintos.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

La propuesta es:

Permitir que los puestos de bolsa, las instituciones financieras tales como bancos, operadoras de fondos de pensiones, sociedades administradoras de fondos de inversión, compañías de seguro, cooperativas de ahorro y crédito y asociaciones solidaristas, en adelante nuevos intermediarios de valores, realicen las operaciones sobre deuda pública y privada por cuenta propia o por cuenta de los fondos o de terceros que administran, en forma directa en un mercado regulado, tanto para el primario, como para el secundario, en:

- i. Un sistema de negociación de valores de deuda
- ii. En el mercado mostrador con registro de las operaciones.

El mercado regulado de deuda se define como un sistema de negociación y de registro de operaciones sobre valores autorizados, que puede ser administrado por el Banco Central de Costa Rica, las bolsas de valores, o bien por sociedades anónimas de objeto exclusivo referido a permitir la negociación y registro, mediante la provisión de servicios, infraestructura y sistemas.

Para tal efecto, es necesario:

- 1) Los prestadores de los servicios de sistemas de negociación y registro, así como los reglamentos de operación de los mismos deben ser aprobados por la SUGEVAL.
- 2) Las operaciones celebradas en los mercados mostradores por los nuevos intermediarios de valores deberán ser informadas por éstos, mediante el registro de las mismas en un sistema de negociación y registro, dentro de un tiempo máximo a partir de su celebración y bajo las

condiciones que se establezca en la regulación que se expida para el efecto.

- 3) Todos los nuevos intermediarios de valores deben contar con agentes autorizados para operar en los mercados regulados, en una figura similar a la de agentes de bolsa, debidamente acreditados y sujetos a mecanismos de supervisión.
- 4) El acceso directo a los sistemas de negociación y registro debe realizarse mediante un mecanismo que identifique a cada entidad participante en forma unívoca e inequívoca.
- 5) El acceso directo de estas entidades no debe permitir que se realicen operaciones “cruzadas” entendidas como aquellas en que la misma entidad compra y vende para su posición propia, o que genere conflicto de interés, tales como de la posición propia contra las fondos que administra o fideicomisos.
- 6) Las operaciones celebradas o registradas en los mercados regulados serán tenidas en cuenta para los cálculos de los precios de mercado.
- 7) Las operaciones celebradas o registradas en los mercados regulados serán compensadas y liquidadas de acuerdo con las reglas de compensación y liquidación fijadas por las autoridades y llevadas a cabo en los Sistemas de Compensación y Liquidación autorizados.
- 8) Cuando se opere por cuenta de un tercero (cliente) en el mercado mostrador será obligación del intermediario informar de manera clara y comprobable al cliente que está operando en dicho mercado, y estará obligado a cumplir deberes de asesoría y de información para con él.

MARCO LEGAL REQUERIDO:

La normativa vigente en la LRMV requiere necesariamente de su reforma para permitir que los mercados secundarios de deuda se realicen en una organización diferente a una bolsa de valores.

Deberá reformarse el artículo 22 que otorga la exclusividad en la organización de los mercados secundarios a las Bolsas de Valores. Esta reforma es conexa con la reforma para dar acceso a otros

intermediarios distintos de los Puestos de Bolsa al mercado secundario, y con la cual se hace necesario reformar los artículos 23, 41 y 43 LRMV.

En este caso es necesario, además, una habilitación legal específica para el caso de los nuevos intermediarios de valores que tengan leyes especiales (pensiones, seguros, bancos, cooperativas, cooperativas de ahorro y crédito, fondos de inversión, asociaciones solidaristas, entre otros) de tal forma que queden habilitados mediante norma legal expresa y sujetos al régimen de supervisión por el mercado de valores.

Una vez aprobada la reforma legal se deberá realizar el proceso de reglamentación de la Ley por parte del CONASSIF y de las Superintendencias, recogiendo las particularidades de la autorización.

3.1.2. ACCESO A LOS INVERSIONISTAS – AGILIDAD, FACILIDAD Y MAYOR COBERTURA

DIAGNÓSTICO:

El acceso de los inversionistas al mercado de valores está limitado al proceso operativo de la orden dada por el cliente al agente del puesto de Bolsa, mediante comunicación escrita o llamada telefónica grabada, y de éste a la BNV.

En Costa Rica al menos un puesto de Bolsa ofrece un sistema a través del cual el cliente puede enviar su orden en forma electrónica al puesto de Bolsa y este ingresa la orden al mercado, lo cual es positivo, pero mantiene la restricción operativa de acceso a mercado y de asesoría por fuera del sistema de enrutamiento de órdenes.

La normativa actual permite que el inversionista informe su orden al agente del puesto de bolsa mediante mecanismos electrónicos, pero se requiere que el agente de bolsa realice el ingreso de la orden al mercado de manera manual. La mejora estaría en permitir la automatización de la participación del agente de bolsa en el proceso y de la forma en que se puede ofrecer la asesoría a través de los medios electrónicos.

La reglamentación no ha incorporado mecanismos de enrutamiento electrónico de órdenes que lleguen a los mercados a través del puesto de Bolsa, ni el uso de redes bancarias, tan comunes hoy en día en los mercados. Esta ausencia regulatoria conlleva efectos para la integración con mercados internacionales o de la región.

Esta forma operativa afecta la democratización de los mercados y hace más costosa la operación para las personas que desean invertir en montos bajos. Acceder físicamente a las oficinas y con atención personalizada requiere de parte del puesto de bolsa contar con una amplia disponibilidad de infraestructura física a través de oficinas y recurso humano; y por altos que sean los esfuerzos en este sentido, no podrá obtenerse la cobertura deseada a los costos deseados. Se requiere de una implementación profesional, sistemática y segura regulatoriamente para los accesos electrónicos a los mercados, por parte de los inversionistas.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

La propuesta es permitir a los inversionistas nacionales o extranjeros el acceso a los mercados mediante el enrutamiento de órdenes, bajo las siguientes características:

- 1) Con acceso directo al mercado a través del puesto de Bolsa, sin intervención manual del agente de bolsa.
- 2) Con controles asociados a los riesgos de crédito y a la provisión de los recursos requeridos para la liquidación de las operaciones resultantes, y controles de montos permitidos en la ejecución de la operación.
- 3) Con conocimiento previo del cliente por parte del puesto de bolsa, al momento de la apertura de la cuenta, que permita establecer entre otros su perfil para efectos de las inversiones.
- 4) Con información de mercado (deseable en tiempo real) para la toma de decisiones.
- 5) Con información y análisis básicos que incorporen perspectivas de mercados, a fin de cumplir el deber de asesoría.

- 6) Con accesos seguros.
- 7) Autorización para que los puestos de bolsa y las SAFIS puedan contratar a las redes bancarias para la comercialización de sus productos, soportados en enrutamiento.
- 8) Con asignación de responsabilidad en cabeza del inversionista, por adoptar el mecanismo de enrutamiento de órdenes y frente a las inversiones ejecutadas.

MARCO LEGAL REQUERIDO

Para la propuesta de un enrutamiento de órdenes con acceso directo al mercado por parte del inversionista, sería necesario que la participación del agente de bolsa se automatizara. Para dicha automatización debe evaluarse a la luz de la regulación actual, si la misma es posible mediante reglamentación del CONASSIF, bajo el entendido que la participación del agente de bolsa no se elimina, simplemente se convierte en un proceso automático en los sistemas electrónicos.

En cuanto a lo pertinente al deber de asesoría es necesario proveer una reglamentación por parte del CONASSIF, Superintendencias y BNV en la que se fije el contenido mínimo de información a proveer electrónicamente al inversionista, tales como precio mayor, menor, promedio, volumen transado y tendencia reciente respecto de los valores disponibles, como las condiciones en las cuales acepta el inversionista realizar sus operaciones “enrutadas electrónicamente”, y los controles de riesgos que debe implementar el puesto de Bolsa.

En cuanto al uso de redes bancarias para efectos de comercialización de productos y servicios de los puestos de bolsa, es necesaria la habilitación expresa para el efecto, mediante reforma legal.

Dependiendo del resultado del análisis legal anunciado para efectos de un enrutamiento con acceso a mercado, podría concluirse que es necesario incluir en la LRMV una ampliación a las bases legales.

3.1.3. GLOBALIZACIÓN – INTEGRACIÓN Y VISIBILIDAD INTERNACIONAL

DIAGNÓSTICO:

La BNV ha tenido un especial interés en que el mercado de valores de Costa Rica tenga una apertura a los mercados internacionales, iniciando un proyecto real de integración de mercados con los países de la región centroamericana, en la que el posicionamiento y avances normativos del país le permitirían tener una buena capacidad de gestión y obtención de resultados.

- a) La integración sobre la cual la BNV ha adelantado gestiones con sus homólogas es con las Bolsas de Valores de Panamá y El Salvador, bajo el proyecto denominado AMERCA – Asociación de Mercados Centroamericanos.
- b) Frente a este proyecto de integración se ha presentado un distanciamiento entre la SUGEVAL y BNV que rebasa los dos años y se percibe un agotamiento de la BNV.
- c) La SUGEVAL y las Superintendencias de Valores de Panamá y El Salvador reciben una Asistencia Técnica por parte del BID en relación con temas de la integración circunscritos a Regulación y Supervisión Bursátil, con el “objetivo de producir una estrategia regional de regulación y supervisión de agentes de los mercados bursátiles”.
- d) Un proyecto de integración de mercados entre países conlleva para muchos de ellos una alta complejidad regulatoria en materias tales como reconocimientos de regulaciones extranjeras, autorizaciones y accesos desde y hacia el mercado local, de implementaciones operativas, de supervisión, de control de riesgos, tributarias y de inversión extranjera. Es por ello que para el manejo de un proyecto de dicha magnitud se requiere “gerencias de proyecto” dentro de las entidades vinculadas, SUGEVAL, CONASSIF y BNV, para generar una mejora en la comunicación y coordinación que permita la culminación exitosa del proyecto.
- e) Ausencia de un mapa claro y completo de las implicaciones regulatorias del proyecto. Solo se ha identificado la necesidad de permitir el acceso cruzado de los puestos de bolsa dentro del mercado integrado, como punto de partida del proyecto dentro de la SUGEVAL.

- f) Uno de los principales obstáculos que ha limitado el avance de AMERCA en Costa Rica tiene que ver con el acceso cruzado de los puestos de bolsa dentro del mercado integrado. Existe una aproximación, al interior de la SUGEVAL, a una solución de tipo reglamentaria para permitir los accesos, consistente en:
- Los puestos de bolsa costarricense podrían participar en los mercados de las otras bolsas centroamericanas mediante el uso de la figura de corresponsalía y asesoría dentro del campo de la oferta privada. La cual facilita el proceso pero limita la participación de los inversionistas y la actuación del puesto de bolsa.
 - Los puestos de bolsa de Panamá y Salvador podría tener acceso a la BNV mediante el uso de la figura de “enrutamiento” de órdenes.
- g) Se conoce que existe agotamiento por parte de los demás países que conformarían la AMERCA, debido a la demora en las soluciones legales de Costa Rica.

PLAN DE RUTA PROPUESTO:

Se considera de vital importancia avanzar con la integración con Centro América y una condición indispensable para adelantar esta propuesta es que CONASSIF, SUGEVAL y la BNV reasuman el proyecto de conformación del AMERCA y participación en el MILA con definida voluntad política para llevarlo a cabo, con el nombramiento de gerentes de proyecto a nivel de las instituciones, con agenda de trabajo periódica y formal.

A través del equipo de trabajo:

- a) Evaluar con el CONASSIF la alternativa del acceso cruzado (enrutamiento intermediado de órdenes y corresponsalía) para permitir la conectividad y lograr revivir el proyecto en muy corto plazo.
- b) Apoyarse en la Asistencia Técnica del BID en los temas de regulación y supervisión.
- c) Apoyarse en la Asistencia Técnica propuesta al grupo AMERCA por el BM-IFC.
- d) Elaboración de un mapa completo de las implicaciones de tipo regulatorio de AMERCA e incluir el MILA, en donde se definan los requerimientos de tipo legal para el proyecto,

respecto a:

- i. Reconocimiento para la oferta pública de valores emitidos en jurisdicciones reconocidas.
 - ii. Admisión de operadores remotos, operativa y asignación de responsabilidades.
 - iii. Incorporación de los mercados de renta fija y de renta variable al mercado integrado, definiendo el tipo de operaciones autorizadas sobre las mismas (compraventas definitivas, operaciones de liquidez, operaciones de cobertura, etc)
 - iv. Reglas de compensación y liquidación de los mercados.
 - v. Supervisión y control del puesto de bolsa y sus agentes por la autoridad de su país, cuando opera en los otros mercados, con acuerdos entre autoridades para colaboración en recaudo y presentación de pruebas.-
 - vi. Regulación cambiaria y tributaria que aplicaría al mercado integrado.
 - vii. Reglas de registro de la inversión extranjera.
- e) Evaluar el vehículo legal más expedito para salvar las dificultades, tales como el Tratado Regional de Sistemas de Pagos y Liquidación o la expedición de reformas a la Ley de valores vigente.

MARCO REGULATORIO REQUERIDO:

A partir del Plan de Ruta propuesto es necesario entrar a definir las posibilidades de implementación con base en la expedición de reglamentaciones por parte del CONASSIF, la SUGEVAL y BCCR en el corto plazo, y de aquello que requiere ajustes a través de leyes o bien el uso del Tratado Regional de Sistemas de Pagos y Liquidación de Valores. Específicamente debe ajustarse la normativa relativa al reconocimiento u homologación de emisores para permitir la oferta pública de emisores de otros países en Costa Rica, sin necesidad de inscripción en Costa Rica, así como para permitir el acceso mediante figuras de operador remoto y de participantes de mercados extranjeros directamente en el mercado costarricense.

3.2. REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN

3.2.1. CONASSIF Y SUPERINTENDENCIAS: RELACIÓN ORGÁNICA Y EFICAZ

3.2.1.1. EXPEDICIÓN DE NORMAS

Para el análisis de este tema, desde la Primera Misión al país y a lo largo de las diferentes visitas que concluyeron con una misión en el mes de junio de 2012, en las diferentes reuniones con las autoridades y con la industria se observó la necesidad de mejorar el proceso de elaboración normativa, entendido éste en su integralidad, desde su génesis hasta su aprobación final.

Es importante resaltar, que el enfoque de esta Asistencia Técnica es el Mercado de Valores, pero el tema en cuestión debería generar un proceso similar del regulador frente al tema de expedición de normativa en los otros mercados financieros.

La estructura normativa en Costa Rica, podríamos resumirla en los dos siguientes diagramas:

Respecto a un ordenamiento macro por tipo de norma y a quien le está permitido emitirla, organizada de mayor a menor jerarquía:



La estructura relacional entre las diferentes instituciones en su función normativa, dentro del mercado de valores:



Los procesos de expedición normativa que nos competen serían:

- ✓ CONASSIF y SUGEVAL en normas propias de competencia de la SUGEVAL.
- ✓ CONASSIF y las Superintendencias, en las denominadas regulaciones transversales que afecten a toda la industria, por ser comunes o por requerir el concurso de todas (ejemplo: macroprudenciales, de unidad de información).
- ✓ El CONASSIF y la SUGEVAL con normas propias del mercado de valores, pero que requieren el reconocimiento o apoyo reglamentario de las demás Superintendencias (ejemplo: profesionalización de los participantes del mercado de valores, accesos a los mercados de valores, elegibilidad de inversiones)
- ✓ La SUGEVAL y las Bolsas de Valores.

DIAGNÓSTICO:

De acuerdo con la información recabada en las autoridades e industria, el DIAGNÓSTICO es:

- a) El proceso de expedición normativa le falta fluidez y eficiencia.

- b) Existe un proceso de divulgación previa de normas para comentarios, el cual se da una vez el CONASSIF aprueba la propuesta presentada por la Superintendencia, pero no existe un proceso estandarizado y habitual para la expedición de normas, reconocido y aceptado por las partes, que incorpore fundamentos de conveniencia y costo/beneficio, entre otros, y procesos de consultas. Si bien la Ley General de la Administración Pública (LGAP), la cual se aplica al Estado y todos los demás entes públicos, establece los principios de consulta y la obligación de conceder audiencia a las entidades descentralizadas sobre los proyectos de disposiciones generales que puedan afectarlas, así como a las entidades representativas de intereses generales o corporativos, para exponer su parecer.
- c) El análisis del costo/beneficio ya fue recogido en La Ley 8990 expedida en octubre de 2011 en Costa Rica, mediante la cual se reformó la ley que regula la eliminación de trámites e incorporó en su artículo 12 la obligación de realizar una evaluación costo o beneficio antes de emitir cualquier nueva regulación o reformar las existentes, cuando establezcan trámites, requisitos y procedimientos.
- d) Se percibe que las reglas fijadas por el CONASSIF no son exigidas en forma regular y para todas las Superintendencias en todos los casos y no diferencia entre reformas estructurales y formales.
- e) Se presentan dificultades para la expedición de normas transversales a todas la Superintendencias.
- f) Las partes reconocen la necesidad de contar con un plan estratégico que ordene las prioridades normativas.
- g) Falta una mejor exposición de las motivaciones que justifican algunos de los cambios regulatorios.
- h) En la SUGIVAL el proceso de preparación de normativa requiere de una coordinación entre el área normativa y las áreas funcionales.
- i) Falta de claridad sobre las competencias del CONASSIF para ejercer iniciativas en la

producción de normativa.

- j) Las normas existentes recogen un principio de coordinación y armonía entre las autoridades para con el mercado de valores, y es así como el artículo 4º de la Ley Reguladora del Mercado de Valores establece el deber de consulta en el que el Poder Ejecutivo, los órganos de la administración central y descentralizada, así como los entes públicos deben consultar a la SUGEVAL, antes de dictar actos de alcance general relativos a los mercados de valores. En forma adicional prevé que la Superintendencia deberá pronunciarse sobre las políticas dictadas por otras instituciones, que afecten estos mercados y coordinarlas con el Poder Ejecutivo.
- k) A su vez la LRMV en su artículo 7 incorpora un principio de participación activa de la industria, facultando a la Superintendencia para conformar comités consultivos integrados por representantes de los sujetos fiscalizados, inversionistas u otros sectores de la economía, para que examinen determinados temas y emita recomendaciones de carácter no vinculante.
- l) Frente a la industria, entendida este como entes fiscalizados y supervisados por la SUGEVAL, existe la percepción de que se requiere un mayor consenso de criterio entre el CONASSIF y la SUGEVAL y que ambos deben tener una mayor relación y comunicación con el mercado.

PLAN DE RUTA PROPUESTO:

- 1) A partir del Plan de Ruta Estratégico que se acoja para el Mercado de Valores de Costa Rica, acordar un plan estratégico entre el CONASSIF y las Superintendencias, en forma que les permita elaborar un adecuado plan de actividades y de desarrollo normativo, y alinear las expectativas de las partes involucradas.
- 2) Establecer, mediante un ACUERDO emitido por el CONASSIF, un proceso de generación de regulación que sea:
 - i. Consultivo, real, efectivo y habitual.
 - ii. Sistemático en el análisis de conveniencia y costo/beneficio de las nuevas normas.

- iii. Orientado a la eficiencia en la gestión y que permita el desarrollo de sus mercados.
 - iv. Reconociendo las diferencias entre la regulación que incorpore cambios estructurales, de fondo o nuevos productos, y regulación que pretenda actualizarse, corregir errores o afinamientos.
- 3) Mediante la expedición del ACUERDO del CONASSIF, arriba citado, crear el procedimiento para la expedición de regulación claro, sencillo y medible, que prevea las siguientes etapas:
- a. Programación: Fijación de un calendario anual o bianual, que permita ordenar el proceso normativo de alto nivel y la planeación al interior de la Superintendencias, el cual debe ser presentado y aprobado en fechas específicas del año, previamente acordadas y conocidas por las partes.
 - b. Propuesta Conceptual: Para dar inicio a una reglamentación que incorpore un cambio estructural, de fondo o que incorpore un nuevo producto, debe prepararse y presentarse por parte de la Superintendencia un documento denominado “Propuesta Conceptual” que contenga el objeto, alcance, propósito, identificación del riesgo a controlar, conveniencia, costo/beneficio, relación con normas de mayor jerarquía, interrelación con regulación de competencia de otras Superintendencias y experiencias regulatorias de países comparables y no debe incorporar textos reglamentarios.

Al respecto es importante que el CONASSIF y la Superintendencia acuerden el “entregable” esperado como “Propuesta Conceptual”, a fin de alinear las expectativas y permitir el análisis fluido de los conceptos. En forma igual, debe acordar con el CONASSIF cuales son las regulaciones comparables y deseables que se incorporen a la “Propuesta Conceptual”.

Para la preparación de la “Propuesta Conceptual” la Superintendencia puede apoyarse en los Comités Consultivos a fin de analizar con el mercado a nivel conceptual los temas objeto de la futura regulación, y que le permita identificar de manera previa, pero general, los principales obstáculos o resistencias.

- c. Presentación al CONASSIF: La Superintendencia debe presentar al CONASSIF la “Propuesta Conceptual”, habiéndola remitido previamente dentro del plazo acordado. De esta presentación el CONASSIF debe pronunciarse indicando ajustes a realizar.
- d. Presentación a la industria de la “Propuesta Conceptual”, previamente conciliado entre el CONASSIF y la Superintendencia: Este proceso tiene como objetivo “socializar” en el mercado las propuestas regulatorias para obtener retroalimentación del mismo. Este proceso puede hacerse a través de comités creados para el efecto, y/o con remisión y presentación de la propuesta a la industria a través de las cámaras o asociaciones gremiales.

Es deseable que a dichas presentaciones asista un miembro del CONASSIF, cuando la reforma sea de fondo o estructural, en todo caso cuando lo estimen conveniente, y que el mercado conozca de su presencia, a fin de resolver el problema de falta de comunicación entre la industria y las autoridades.

Este proceso debe ser institucional en forma que las partes activas entiendan su función y no se estime inapropiado la participación en el mismo.

- e. Recepción de comentarios: A partir de la presentación anterior, conceder un plazo al mercado para que presente comentarios de manera escrita.
- f. Evaluación de los comentarios del mercado: Una vez recibidos los comentarios del mercado, analizar sus efectos respecto a la “Propuesta Conceptual” y tener en cuenta aquellos, que a juicio de la Superintendencia, resulten pertinentes. En todo caso, al momento de presentar al CONASSIF la reglamentación (literal h), informar los comentarios recibidos y los acogidos y los rechazados, informando las razones.
- g. Elaboración del texto reglamentario: En esta etapa, la Superintendencia elaborará a su interior, el texto a proponer al CONASSIF, velando porque las áreas de regulación y supervisión aporten lo correspondiente en la confección de la norma, y que permita evaluar la forma y costo de la supervisión.
- h. Presentación al CONASSIF: Elaborada la propuesta de normativa dentro de la

Superintendencia, deberá procederse a presentar al CONASSIF el texto legal, a partir de la “Propuesta Conceptual” para que imparta su concepto previo. Es importante el plazo de remisión previa al Consejo, con el fin de permitir su lectura y análisis previo.

- i. Publicación para comentarios y reuniones con el mercado: Una vez presentada la norma propuesta al CONASSIF y emitido concepto previo favorable, debe procederse a publicarla para comentarios, a través del sitio web de la Superintendencia y por envío a las cámaras o asociaciones del mercado, indicando plazo para recepción de comentarios.

De ser necesario, la Superintendencia debe estar en disposición de reunirse con el mercado a través de las cámaras y asociaciones, para analizar las propuestas normativas, hacer las aclaraciones y recoger inquietudes.

- j. Presentación para aprobación al CONASSIF: Recibidos los comentarios al texto legal, presentar al CONASSIF la propuesta final, indicando comentarios recibidos aceptados y rechazados, y las razones, debiendo ser remitida en forma previa a su análisis de acuerdo con los tiempos acordados. Es deseable identificar los cambios sobre la propuesta inicial que el CONASSIF revisó, a fin de agilizar su revisión y aprobación.
- k. Crear y acordar un procedimiento para casos de urgencia, para que el proceso no ponga en riesgo la estabilidad de la industria. Para ello deben presentarse los riesgos debidamente identificados y la forma de controlarlos, como sustentadas las razones de urgencia, que permitan al CONASSIF un análisis expedito.
- l. Para la expedición de regulación que pretenda simplemente actualizar, corregir o afinar regulación existente, crear un procedimiento expedito e informativo previo al CONASSIF y continuar con la preparación del texto normativo y publicación.

- 4) Crear a través de un ACUERDO emitido por el CONASSIF, el proceso a seguir para la elaboración y aprobación de reglamentación de tipo transversal a todas las Superintendencias, en forma que las vincule. Para el efecto, sería recomendable, que el CONASSIF contara con asesores especializados dentro de su estructura administrativa. Este proceso debe ser liderado por el CONASSIF, a partir de propuestas regulatorias dirigidas por los asesores especializados y

con el concurso de equipos de trabajo que lo integren funcionarios técnicos de las cuatro Superintendencias.

- 5) Apoyar a las Superintendencias con capacitaciones orientadas a realizar análisis de costo/beneficio para la expedición de regulación, para lograr que el mismo se convierta en una forma sencilla de medición y evaluación habitual.

MARCO LEGAL REQUERIDO:

Para la implementación del Plan de Ruta Propuesto solo es necesaria la expedición de Acuerdos por parte del CONASSIF buscando el consenso de las Superintendencias. Es importante resaltar la interrelación entre lo propuesto para el Proceso de Expedición Normativa y el Gobierno Corporativo, desarrollado en el siguiente punto.

3.2.1.2. GOBIERNO CORPORATIVO

Reiteramos lo dicho para el tema analizado en el numeral anterior, en el sentido que para el análisis del tema en cuestión se observó a través de las diferentes reuniones, la necesidad de mejorar el gobierno corporativo del CONASSIF y de éste en sus relaciones con la Superintendencia General de Valores, que necesariamente es incluyente para las demás Superintendencias.

El CONASSIF, como órgano colegiado de nivel superior, dentro de la estructura del sistema financiero costarricense tiene características propias de las llamadas “comisiones” que tienen como objetivo independizar el proceso regulatorio del proceso de supervisión y control de las entidades vigiladas del sistema financiero. Se suma a su función regulatoria, la de ser juez de segunda instancia frente a las decisiones que adopten las Superintendencias y funciones administrativas respecto de las mismas, en relación con presupuestos, informes anuales, estructuras y nombramientos de segundo nivel.

Ahora bien, el CONASSIF tiene dependencia jerárquica del Banco Central, en razón a que tiene a su cargo como función misional de orden legal “la promoción de condiciones favorables al robustecimiento, la liquidez, la solvencia y buen funcionamiento del Sistema Financiero de Costa Rica”, apoyado en la desconcentración máxima de la cual goza dicho Consejo.

La estructura actual del CONASSIF para el cumplimiento de sus funciones legales es:



El Consejo como tal, está conformado por un total de siete (7) miembros , de los cuales cinco (5) miembros son elegidos por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, quienes no pueden ser funcionarios públicos, y los dos restantes son el Ministro de Hacienda y el Presidente del Banco Central de Costa Rica. Para el caso de considerar temas propios a la Superintendencia General de Pensiones, se suma a dicha conformación un miembro más (total 8), nombrado por la Junta Directiva del Banco Central de Costa Rica, con base en una terna propuesta por la Asamblea de Trabajadores del Banco Popular y de Desarrollo Comunal y se sustituye el Ministro de Hacienda por el Ministro de Trabajo.

Los Directores o Consejeros no tienen vinculación de tiempo completo o parcial y cumplen sus funciones, mediante sesiones del Consejo, y solo les es permitido recibir dietas hasta por cinco sesiones al mes, y en caso de ser necesarias más reuniones, las mismas no so remuneradas, como tampoco lo es su participación en los diferentes comités de trabajo del Consejo (por ejemplo el Comité de Vigilancia Macro-prudencial, el Comité de Presupuesto, el Comité de Auditoría y el Comité de Normativa).

Dentro de la estructura y apoyo técnico propio, el CONASSIF cuenta con una Asesoría Jurídica y Técnica, conformada por dos (2) profesionales para cumplir funciones respecto de cuatro Superintendencias en los temas regulatorios, administrativos y de juez.

DIAGNÓSTICO:

- a) La conformación actual del CONASSIF es de alto nivel profesional y técnico, y su número de miembros es razonable.
- b) El CONASSIF tiene un interés real y urgente de mejorar su funcionamiento y relacionamiento con las Superintendencias y con el mercado, a través de procedimientos formales pero sencillos.
- c) La estructura reducida del CONASSIF en lo referente a apoyos técnicos especializados con los que cuenta, afecta y estresa el cumplimiento de sus funciones.
- d) Las funciones de regulador, administrador y juez de segunda instancia que desarrolla agobian el desarrollo de las sesiones de trabajo del Consejo.
- e) Considera necesario contar con un plan estratégico y un plan de actividades para la industria de valores, que le permita desarrollar sus funciones en forma ordenada y con medición de resultados.
- f) La falta de claridad respecto de la competencia del CONASSIF en relación con la expedición de normas (proponer y/o aprobar) afecta la interacción con las Superintendencias. Si bien existe un antecedente de ACUERDO sobre la atribución de competencias entre el CONASSIF y el Superintendente General de Valores, aprobado por el CONASSIF, mediante artículo 9, acta 38-98 de la sesión del 10 de septiembre de 1998, publicado en La Gaceta No. 217 del 9 de noviembre de 1998, aún existen dudas con la SUGEVAL y otras Superintendencias.
- g) El hecho de que los Directores no tengan vinculación de tiempo completo o al menos parcial, suma en los niveles de estrés en el cumplimiento de sus funciones.
- h) Necesidad de construir una relación más orgánica entre el CONASSIF y las Superintendencias
- i) Necesidad de directrices claras en el sentido del tipo de supervisión requerida respecto de los entes fiscalizados (orientación hacia riesgos y principios vs. de control y auditoría), pues ello

afecta la regulación que se emite y genera sobrecostos para la industria y el supervisor.

PLAN DE RUTA PROPUESTO:

- 1) Crear una relación más orgánica entre el CONASSIF y las Superintendencias a través de acordar en sesiones de trabajo conjuntas y periódicas el Plan Estratégico, guiándose por el Plan de Ruta del Mercado, y los planes de trabajo asociados al logro de dichos objetivos.
- 2) Contar con apoyos adicionales a través de la contratación permanente de personal especializado en temas prudenciales, conductas y económicos, que den soporte a la Presidencia y a los Directores del CONASSIF, y trabajen en forma orgánica con las Superintendencias. La contratación de personal especializado por áreas facilitaría una visión transversal e integrada del mercado y una coordinación más efectiva con las superintendencias para emitir normativa que se relaciona con varias de ellas o bien cuando se trate de medidas macro-prudenciales. Además, haría que la regulación sea más consistente con la realidad del sistema financiero del país, donde una gran parte de los regulados cuentan con negocios interconectados en el mercado bancario, de valores, pensiones y seguros.
- 3) Asignar en los Directores del CONASSIF funciones de coordinación normativa sobre Superintendencias y por temas, con el fin de dar apoyo y trabajar en forma interrelacionada.
- 4) Fijar la política para el esquema de supervisión deseada para el Sistema Financiero, conjuntamente con las Superintendencias y hacerlas visibles al interior de las mismas.
- 5) De persistir falta de claridad en relación con la competencia del CONASSIF respecto a la expedición de reglamentación, se sugiere emitir un nuevo acuerdo que aclare sus competencias respecto a todas las Superintendencias y en caso de ser necesario proceder a su aclaración mediante consulta formulada a la Procuraduría por parte del CONASSIF.
- 6) El Gobierno Corporativo se afectará positivamente con la implementación del proceso de expedición normativa, propuesta para el efecto en el numeral anterior.
- 7) En el corto a mediano plazo revisar si la vinculación y dedicación de los directores debe ser modificada, buscando mayor disponibilidad de tiempo, para hacer los ajustes de tipo legal.

- 8) En el mediano plazo revisar la estructura de supervisión, buscando una mayor consolidación y especialización orientada desde lo prudencial y desde las conductas.

MARCO LEGAL REQUERIDO:

Para la implementación del Plan de Ruta Propuesto en los numerales 1, 2, 3, 5 y 6 es necesaria la expedición de Acuerdos por parte del CONASSIF buscando el consenso de las Superintendencias.

En cuanto a los planes propuestos en el numeral 4 se requiere de Reglamentación del CONASSIF, de las llamadas transversales pues afecta a todas las Superintendencias, y para las recomendaciones de los numerales 7 y 8 se requiere de reforma a la LRMV.

3.2.2. BOLSA NACIONAL DE VALORES – BNV: APERTURA Y COMPETITIVIDAD

Respecto de Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica – BNV a continuación se analizan tres aspectos estratégicos en relación con su Desmutualización, su Gobierno Corporativo y la Autorregulación Disciplinaria para sus miembros, que tiene efectos directos sobre su apertura y competitividad.

3.2.2.1. DESMUTUALIZACIÓN:

DIAGNÓSTICO:

- a) La LRMV creó una estructura de propiedad restringida para las bolsas de valores como sociedades anónimas en las que la propiedad debe ser 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.
- b) La BNV a pesar de ser una sociedad anónima se comporta como una entidad mutual, por su estructura de propiedad.
- c) El campo de acción de la BNV frente al desarrollo de los mercados se ha limitado al mercado secundario de los valores objeto de oferta pública, que es poco amplia y centrada en deuda pública, lo que limita la posibilidad de nuevos mercados y nuevas dimensiones transfronterizas.

- d) La BNV considera que para restablecer el principio de sociedad abierta es necesario restablecer el espíritu empresarial a través de nuevas oportunidades de negocios.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

- 1) Modificar el régimen legal de propiedad de la Bolsa, permitiendo que cualquier persona pueda ser accionistas, manteniendo un límite máximo por persona o beneficiario real, pero reduciéndolo a un porcentaje cercano al 10%. Sin perjuicio de lo anterior, debe mantenerse la condición respecto de los puestos de bolsa de poseer un mínimo de acciones de la bolsa para mantener dicha calidad.
- 2) Permitir en el régimen de inversiones de las entidades de naturaleza financiera el tener acciones de la Bolsa.
- 3) Permitir que la Bolsa pueda tener inversiones en sociedades de servicios técnicos o en otras entidades del mismo tipo en sociedades extranjeras.
- 4) Estructurar un esquema de gobierno corporativo propio de una sociedad abierta inscrita en Bolsa.

MARCO LEGAL REQUERIDO

Para implementar la propuesta es necesaria una reforma a la LRMV, específicamente los artículos 27 a 33, que regulan la organización de las bolsas de valores.

3.2.2.2. GOBIERNO CORPORATIVO:

DIAGNÓSTICO:

- a) Los requisitos reglamentarios establecidos para contar con miembros independientes en la Junta Directiva de la BNV ha generado serias limitaciones para el cumplimiento de los mismos.
- b) La legislación vigente establece condiciones propias de gobierno corporativo para las bolsas y

prevé el requisito de contar con un reglamento de gobierno corporativo, lo cual es un buen principio para profundizar y buscar las mejoras deseadas. Es así como la Ley Reguladora del Mercado de Valores establece un marco de gobierno referido a la junta directiva, en la cual no podrá nombrarse más de un miembro que sea a su vez director, gerente, empleado o dueño de más del dos por ciento (2%) de las acciones del mismo puesto de bolsa, ni de ninguna entidad que forme parte del grupo financiero al que dicho puesto pertenezca y deberá nombrar, al menos dos directores sin vinculación alguna con puestos de bolsa ni con el grupo financiero de estos puestos.

- c) A la fecha ha resultado difícil cumplir con lo previsto en la reglamentación respecto a los miembros independientes para la Junta Directiva, en lo referente a encontrar personas en las que confluyan sus condiciones exigidas para considerarlos independientes.
- d) La BNV tiene la percepción de que cumple con altos estándares de gobierno.
- e) Con el ánimo de dar cabida en la Junta Directiva a otros miembros han creado figuras de asistencia sin voto, que afectan el proceso de toma de decisiones.
- f) La BNV cuenta con cuatro comités: Disciplinario de origen legal, y comités de riesgos, cumplimiento y de auditoría de origen reglamentario.
- g) Por disposición de la LRMV el Comité Disciplinario está conformado por el gerente de la bolsa o la persona que este designe, por un miembro de la Junta Directiva y por un abogado independiente de la administración de la bolsa. Esta composición refleja el problema de participación de los independientes.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

- 1) Junta Directiva:
 - a) Modificar la reglamentación actual expedida por el CONASSIF para los miembros independientes, reduciendo el plazo de inhabilidad de cuatro a dos años, e incorporando el concepto de ingresos representativos generados en caso de asesorías y vinculaciones de tipo temporal o parcial.

- b) Por autorregulación de la BNV:
 - ✓ Permitir la conformación con al menos dos miembros diferentes a los directores de puestos de bolsa, que sin ser independientes provengan de otros sectores (pensiones, safis, seguros, empresas del sector real, banqueros de inversión).
 - ✓ Eliminar la participación de miembros con voz pero sin voto.
- 2) Comité Disciplinario: En tanto se implemente la propuesta de apertura de los mercados recomendada en el numeral 3.1.1. anterior y las correspondientes a la supervisión planteada en el numeral 3.2.2.3. siguiente; se proponen unas mejoras respecto del gobierno corporativo del Comité Disciplinarios que pueden ser implementada por autorregulación de la BNV:
- i. Sustituir la asistencia del gerente por una persona no vinculada a la Bolsa, ni a los puestos de bolsa.
 - ii. El abogado debe cumplir la condición de no ser asesor de los puestos de bolsa.

MARCO LEGAL REQUERIDO:

Para implementar la propuesta se requiere un ajuste en la reglamentación del CONASSIF respecto a la calidad de independientes y cambios en los estatutos y reglamentos de la BNV para las mejoras en cuanto a la conformación de la Junta Directiva y Comité Disciplinario. Sin perjuicio de lo anterior, sería recomendable incorporar las recomendaciones de conformación del Comité Disciplinario en la LRMV mediante una reforma, si dicho esquema de supervisión se conservara.

3.2.2.3. AUTORREGULACIÓN DISCIPLINARIA:

DIAGNÓSTICO:

- a) El Comité Disciplinario tiene deficiencias en su conformación, que se anotaron en el análisis del tema de Gobierno Corporativo.
- b) La supervisión realizada bajo la autorregulación se centra en los temas de precios de mercado. En consecuencia no se cuenta con procesos de auditoría para verificar el cumplimiento de reglas de conducta de forma habitual y permanente mediante planes de visitas “in situ” y

recolección de información “extra situ”.

- c) Las quejas de los inversionistas no llegan a la BNV sino a la SUGEVAL.
- d) Existen dudas sobre la efectividad de la autorregulación disciplinaria de la BNV.
- e) Por la orientación legal de un mercado de oferta pública y de un supervisor circunscrito al mismo, se deja de lado la supervisión de los mercados de ofertas privadas y los accesos a los mercados internacionales, limitando en éstos el control con regulación orientada a la ejecución.
- f) La autorregulación disciplinaria solo aplica para los puestos de bolsa y sus agentes y no para los demás participantes del mercado, como las entidades fiscalizadas y para los asesores de inversiones que si bien están autorizados no son sujetos fiscalizados.
- g) Igualmente la supervisión con capacidad sancionatoria tampoco aplica para los emisores, estructuradores, abogados, colocadores y comercializadores. Sin perjuicio de lo anterior, el artículo 6º de la LRMV establece que “Todas las personas físicas o jurídicas que participen directa o indirectamente en los mercados de valores, excepto los inversionistas, así como los actos y contratos referentes a estos mercados y las emisiones de valores de las cuales se vaya a realizar oferta pública, deberán inscribirse en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, conforme a las normas reglamentarias que dicte al efecto la Superintendencia. ...” lo que permite concluir la capacidad legal que tiene el regulador y supervisor de vincular los participantes del mercado y de los procesos de emisión, faltando regulación de la capacidad sancionatoria dentro de la competencia de la SUGEVAL.
- h) El tamaño de la industria de valores en Costa Rica obliga a pensar en ser eficientes en el uso de los recursos que se asignen a la supervisión de los agentes del mercado que participan en éste. Por esta razón no es razonable contar simultáneamente con entidades que ejerzan la autorregulación y otras que ejerzan la supervisión.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

- 1) Frente a la apertura de mercados que se propone en el Plan de Ruta, es necesario que la supervisión de mercados y de las conductas recoja a todos las personas y entidades que participen en el mercado de valores en forma directa o indirecta, incluyendo la asignación de responsabilidades claras y con capacidad sancionatoria respecto de los emisores, estructuradores, abogados, colocadores y comercializadores, en lo que corresponda.
- 2) Se recomienda que la función de supervisión ampliada a todos los participantes del mercado de valores la asuman las Superintendencias a través de mecanismos establecidos mediante ley, centralizando los procesos en una entidad que por tratarse de valores le correspondería a la SUGEVAL, con autorización de regímenes sancionatorios.
- 3) Deben establecerse programas de auditorías “in situ” y “extra situ” por parte de quien ejerza la supervisión de conductas.
- 4) El régimen sancionatorio debe ser ajustado y proteger a la entidad que lo aplica para responder civilmente solo cuando exista culpa grave o dolo, y establecer el tipo de proceso y plazos máximos para la impugnación de sus decisiones.

MARCO LEGAL REQUERIDO

Para implementar la propuesta se requiere un ajuste al marco legal previsto en la LRMV, para asigne la función de regular y supervisar directa y exclusivamente en la SUGEVAL. Igualmente la reforma legal deberá crear algunas categorías nuevas de sujetos y actividades regulados y definirá las responsabilidades y tipificará las sanciones que sean aplicables ante eventuales faltas de dichos sujetos.

3.2.3. ASESORES EN INVERSIONES Y ADMINISTRADORES DE PORTAFOLIOS – CONTROL POR ACTIVIDAD

DIAGNÓSTICO:

- a) Dentro de la organización del mercado de valores de Costa Rica existen los Asesores de Inversiones y los Fideicomisos de Inversiones que cumplen funciones equivalentes a las de un puesto de Bolsa, en lo referente a inversiones en valores.

El puesto de bolsa de acuerdo con el artículo 56 de la LRMV puede realizar las siguientes actividades comparables con las figuras antes anotadas: (i) Comprar y vender, por cuenta de sus clientes valores en la bolsa. Para ello, podrán recibir fondos de sus clientes, pero el mismo día deberán aplicarlos al fin correspondiente; (ii) Asesorar a los clientes, en materia de inversiones y operaciones bursátiles y (iii) Prestar servicios de administración individual de carteras, según el reglamento emitido por la Superintendencia. En cuanto a la reglamentación para la Administración de Carteras para Puestos de Bolsa que se encuentra vigente fue emitida bajo la vigencia de la anterior Ley Reguladora y no ha sido modificada a la fecha.

El Asesor de Inversiones está autorizado en el artículo 5º del Reglamento de Oferta Pública, en el que se dice “... La asesoría de inversión no se considerará Oferta Pública de Valores y en consecuencia no estará sujeta a los requisitos de autorización dispuestos para ésta. Para estos efectos se considera asesoría de inversión la actividad realizada en forma habitual y por una retribución, directa o indirecta, que consiste en brindar recomendaciones a terceros, ya sea directamente o por medio de publicaciones o reportes, sobre el precio de determinados valores o sobre la ventaja de invertir, comprar o vender valores. La actividad de asesoría de inversión y en general los servicios destinados a poner en contacto a oferentes y demandantes de valores, se regirán por la regulación relativa a la intermediación en el mercado de valores.”

Igual sucede respecto de ciertas actividades que pueden desarrollar los bancos bajo el contrato de fiducia. La Ley Orgánica Del Sistema Bancario Nacional en su artículo 116 autoriza a los bancos comerciales para efectuar las siguientes comisiones de confianza: “1.- Recibir en custodia fondos, valores, documentos y objetos y alquilar cajas de seguridad para la guarda de valores. 2.- Actuar como agentes financieros y comprar o vender, por orden y cuenta de sus clientes toda clase de valores y bienes.... 7.- Realizar contratos de fideicomiso, conforme a lo dispuesto en el Código de Comercio y las demás normas legales y reglamentarias aplicables.”.

Respecto a este numeral 7 el artículo 61 de la LRMV, su segundo párrafo lo mantiene y lo aclara, diciendo “Asimismo, quedan a salvo los fondos administrados mediante contratos de fideicomiso por los bancos o las entidades sujetas a la fiscalización de la Superintendencia General de Entidades Financieras....”.

- b) Las actividades de las figuras anteriores son equivalentes a las de un puesto de bolsa, pero operan bajo una regulación diferente, que genera un arbitraje importante y desestimula la estructura de puesto de bolsa por las regulaciones relacionadas con los deberes y las obligaciones de asesoría, de información, ejecución y formación profesional requerida y de restricciones en la forma de operar. No dejando de advertir, que además los Asesores de Inversiones no son entidades fiscalizadas y por lo tanto aumenta el arbitraje entre las tres figuras.
- c) El mercado percibe que la figura de los Asesor de Inversiones ha generado una deserción y refugio importante para los agentes de bolsa, los cuales mantienen el título, sin pertenecer a un puesto de Bolsa, conservando sus clientes, y ejecutando las operaciones para ellos a través de los puestos de bolsa, y ampliando en forma importante las funciones que tienen, pues por tratarse de entidades no fiscalizadas pueden hacer todo aquello que no les esté expresamente prohibido.
- d) En cuanto a los bancos en ejercicio de sus actividades fiduciarias, que se asemejan a las carteras individuales de los puestos de bolsa, existen diferencias importantes, que podríamos resumir en:
 - i. En la actividad fiduciaria el portafolio puede estar compuesto por cualquier tipo de activo y en lo referente a valores no hay restricción, sumando activos muebles de otro tipo e inmuebles, en tanto que para el puesto de bolsa solo es permitido valores de oferta pública y cuando se trata de inversionista sofisticado valores de oferta privada y oferta pública restringida. Sin perjuicio de lo anterior, es importante precisar que si las instrucciones no fueren suficientemente precisas o cuando se hubiere dejado la determinación de las inversiones a la discreción del fiduciario, las inversiones en lo referente a valores están sujetas a restricciones importantes previstas en el artículo 648

del Código de Comercio.

- ii. Para las carteras administradas por un puesto de bolsa en las que el cliente lo ha autorizado para seleccionar los valores de su cartera de acuerdo a su discrecionalidad, existe la restricción para el puesto de bolsa que el total de los fondos que recibe de sus clientes no pueden ser invertidos en más de un 10% en un mismo emisor privado o empresas relacionadas al puesto de bolsa y solo puede ser incrementado en un 5% adicional por concepto de títulos valores avalados o afianzados por dicho emisor.
- iii. Para el puesto de bolsa existen responsabilidades por vía de autorregulación disciplinaria, en tanto que para el banco no.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

- 1) Homologar los requerimientos y facultades de tipo legal para la prestación de servicios de la misma clase sobre administración y gestión de valores por cuenta de terceros a través de cartera individuales administradas por los puestos de bolsa y fideicomisos administrados por entidades autorizadas que en su conformación existan valores.
- 2) Asignar a la SUGEVAL la vigilancia y supervisión de quien administre portafolios en cuya conformación hayan valores.
- 3) Definir la administración de portafolios de clientes, como aquella actividad realizada por una entidad legalmente autorizada para ello, de recibir dinero o títulos de un tercero con la finalidad de conformar y administrar un portafolio de valores. Este mecanismo no podrá ser utilizado para administrar portafolios cuyos activos pertenezcan a más de una persona.
- 4) Regular las operaciones de simple corretaje sobre valores.
- 5) Regulación de conflictos de interés homologados para la prestación de servicios de administración de portafolios.
- 6) Políticas y procedimientos de las áreas o entidades especializadas en investigaciones y análisis de mercados, emisiones y emisores.

MARCO LEGAL REQUERIDO

Respecto de los Asesores de Inversiones los ajustes requeridos para eliminar el arbitraje regulatorio puede iniciarse mediante reglamentación emitida por el CONASSIF, pero posteriormente deben llevarse a hacer parte de los ajustes a la LRMV. En cuanto a la posibilidad de homologar las condiciones operativas de las carteras individuales de los puestos de bolsa frente a los fideicomisos en bancos, también sería posible mediante reglamentación emitida por el CONASSIF.

3.2.4. PROFESIONALIZACIÓN Y EDUCACIÓN: COMPETITIVIDAD Y PARTICIPACIÓN

Para los países, en general, el nivel de educación financiera es uno de los principales obstáculos a salvar para lograr el desarrollo de sus mercados. La Educación es el resultado de formación e información como unidad de valor que no puede escindirse, como un proceso transversal a toda la sociedad y con diferentes alcances.

La educación comporta dos niveles mínimos a saber:

- Los participantes directos del mercado, entendidos estos como aquellas personas que a través de las entidades autorizadas o directamente relacionadas prestan servicios especializados en temas financieros y de mercados, bien gestionando fondos, gestionando y asesorando inversiones de portafolios individuales, administrando recursos de terceros o propios, estructurando emisiones, administrando los riesgos, haciendo actividades de control y auditoría y comercializando productos financieros entre otros, los cuales están llamados a tener altos niveles de profesionalización y especialización, con reconocimiento público de sus calidades, y de condiciones éticas, orientados al desarrollo de un mercado con una mayor transparencia, con un tratamiento objetivo y equilibrado a los clientes, y a contribuir con la construcción del capital reputacional de la industria.

Dentro de una educación profesional, debe incluirse a las autoridades encargadas de administrar justicia, para que el desarrollo de los mercados vaya acompañado de una resolución de conflictos eficiente y segura para las partes.

- En tanto que el público en general debe tener un nivel de educación que le permita la comprensión básica de sus necesidades y capacidades, del concepto de riesgo y de tomar

decisiones informadas.

Por lo anterior el tema en estudio lo analizaremos desde la perspectiva del profesional y desde la educación al público en general.

3.2.4.1. PROFESIONALIZACIÓN DEL MERCADO

DIAGNÓSTICO:

En temas relativos a la profesionalización el mercado actualmente tiene las siguientes condiciones.

- a) Por disposición legal y reglamentaria existen dos tipos de acreditaciones exigidas: las de los agentes de bolsa (legal) y la de los operadores de derivados en los bancos y compañías de seguros (reglamentaria).
- b) Por autorregulación nació la acreditación para los gestores de portafolios financieros y para los asesores comerciales de las sociedades administradoras de fondos de inversión – SAFIS, que luego fue regulada por las autoridades de Supervisión.
- c) La acreditación tiene incluido el concepto de vigencia y es otorgada por una entidad encargada, reconocida por la regulación. En resumen, las vigencias y entidad encargada son:
 - i. De los agentes de bolsa la otorga la BNV: Es de por vida y se obtiene estando vinculado a un puesto de bolsa y habiendo aprobado el examen establecido a través de FUNDEVAL y aprobado los cursos de ética y de los sistemas de negociación de bolsa. El reglamento de la BNV prevé especializaciones (mercados internacionales) y actualizaciones pero en la práctica no se aplica.
 - ii. De los gestores y asesores de las SAFIS: Es temporal, se obtiene estando vinculado a una SAFI y habiendo aprobado un examen. La certificación se mantiene activa si la persona continua vinculada a una SAFI, ha tomado cursos de actualización y está al día con la cuota anual de registro. Se pierde si no activa la certificación por dos años.
 - iii. La acreditación y registro de las SAFIS la realiza la Cámara de SAFIS debidamente autorizadas por la SUGEVAL. No obstante la SUGEVAL autorizó que cada entidad puede

acreditar a sus propios gestores y asesores, pero dicha acreditación es válida mientras permanezca vinculado a la SAFI que la otorgó.

- iv. La acreditación de los operadores de derivados la realiza la BNV (a través de la FUNDEVAL), mediante examen.
- v. La BNV cuenta con una filial FUNDEVAL – Fundación para el Desarrollo del Mercado Bursátil, que inició con un objetivo ambicioso de educación bursátil, en el cual tenía participación de CAMBOLSA (Cámara de los puestos de bolsa 30%). Hoy es de propiedad exclusiva de la BNV y es deficitaria por el esquema de gestión.
- vi. La Cámara de SAFIS tiene una alianza con FUNDEVAL para realizar los exámenes requeridos en las acreditaciones que otorga.
- vii. FUNDEVAL y la Cámara de SAFIS ofrecen cursos y programas con el objetivo de obtener la acreditación respectiva, incluyendo temas regulación y temas técnicos del mercado.
- viii. Los exámenes exigidos son de 20 preguntas, se presentan electrónicamente y se concede una hora para su presentación.
- ix. Los puestos de bolsa consideran que el curso y agentes certificados son muy técnicos y poco comerciales.
- x. El número de agentes de bolsa que se certifican ha venido disminuyendo en forma importante en los últimos años, pasando de 46 en el 2007 a 13 en el 2011.
- xi. Los asesores de inversiones no requieren ningún tipo de acreditación. Se considera, bajo la regulación vigente, que la asesoría de inversión es la actividad realizada en forma habitual y por una retribución, directa o indirecta, que consiste en brindar recomendaciones a terceros, ya sea directamente o por medio de publicaciones o reportes, sobre el precio de determinados valores o sobre la ventaja de invertir, comprar o vender valores.

d) Existe un buen principio de acreditación pero no es suficiente.

- i. Se presenta arbitraje regulatorio. No se exige ningún tipo de acreditación y registro para los asesores de inversiones, y para las personas que tienen funciones relacionadas con los mercados en los fondos de pensiones, compañías de seguro, cooperativas de ahorro y crédito y asociaciones solidaristas.
- ii. No existe especializaciones por tipo de mercado y el concepto de vigencia y actualización no es un requisito estándar.

- La acreditación no reconoce los diferentes roles: operadores de sistemas de negociación, analistas económicos, gestores de inversiones por tipo de mercado o activo, asesores comerciales, directores de riesgos, entre otros.
- La acreditación por parte de los gremios o de la propia entidad puede generar conflictos de interés.
- El tamaño de la prueba realizada es pequeña y puede no cubrir necesariamente las materias objeto de evaluación.
- La reducción en el número de agentes de bolsa acreditados es una señal a tener en cuenta respecto del esquema de asesores de inversiones y de otros vehículos y forma de prestación del servicio, por el arbitraje regulatorio que se presenta.

PLAN DE RUTA PROPUESTO:

- 1) Establecer que las personas vinculadas a entidades vigiladas por una Superintendencia del Sistema Financiero y/o que participen en el mercado de valores en forma directa o indirecta deben ser acreditados.
- 2) Establecer diferentes tipos de acreditación, por mercado (acciones, renta fija, derivados y mercados internacionales) y por actividad (operador de sistemas, gestor de inversiones, gestor de fondos, asesor comercial).
- 3) Establecer en forma estándar la vigencia y condiciones de renovación periódica respecto de todas las acreditaciones.
- 4) Contar un Sistema de Registro Unificado en el RNVI, para todos los profesionales del mercado.
- 5) Asociación entre los prestadores de servicios de acreditación, para que a través de una entidad como FUNDEVAL se preste el servicio de acreditación de conocimientos, con un comité conformado por representantes de la industria y se establezcan esquemas económicos.

- 6) Establecer que la SUGEVAL asuma la función de ser la entidad de registro de los profesionales y controlar la condición de vigencia de las acreditaciones, junto con la facultad de suspender y o cancelar dichos registros y acreditaciones por sanciones impuestas.

MARCO LEGAL REQUERIDO:

El Plan de Ruta propuesto se puede adelantar mediante reglamentación que expida el CONASSIF, en donde se regule las condiciones y tipos de acreditación para los profesionales del mercado, con un plazo de ajuste y de tránsito para cumplir las condiciones. En tanto se elimine la posibilidad de que las bolsas de valores realicen la acreditación de aquellas personas que tienen a su cargo distintas labores en sus recintos, se hace necesaria la modificación de la normativa legal que regula la auto-regulación de las bolsas.

3.2.4.2. EDUCACIÓN AL PÚBLICO:

DIAGNÓSTICO:

- a) En educación al inversionista y a las entidades de administración de justicia y control, la SUGEVAL desarrolla actividades educativas en cumplimiento de su obligación legal de protección al inversionista, mediante información pública en Registro Nacional de Valores e Intermediarios, atención al público, material educativo, Información de mercado semanal, Jornadas del Inversionista, en promedio 10 al año en donde se presentan temas de mercado, productos y regulación, cursos en asocio con la Universidad de Costa Rica, semestral con duración de 2 semanas, Escuela Judicial (18 sesiones y se cumple como requisito para la función pública) y otras actividades. En tanto que la SUPEN realiza labores educativas en lo pertinente a fondos de pensiones.
- b) En el mes marzo de 2012, el Ministro de Educación Pública, anunció que, mediante una reforma curricular integral efectuada, el tema de Educación Financiera se incorporó al plan de estudios del MEP.
- c) Entidades como FUNDEVAL y la Cámara de SAFIS realizan seminarios y conferencias para el

público en general. Realizaron intentos con la rama judicial pero no continuaron.

- d) La labor educativa la realiza la SUGEVAL:
 - i. Está bien orientada, con buena frecuencia y prestigio, pero limitada en su alcance.
 - ii. Depende de la orientación del Superintendente a cargo y su sostenibilidad y continuidad no está garantizada.
 - iii. Es subsidiada por la industria con base en el principio de autopromoción.

PLAN DE RUTA PROPUESTO:

- 1) Implementar la iniciativa legal en temas financieros y complementarla con la incorporación en el programa educativo escolar y de pregrado de materias del mercado de valores y manejo de inversiones personales.
- 2) Institucionalizar en una entidad la labor educativa al público en general y de promoción del mercado de valores, con el apoyo de la industria mediante aportes económicos habituales y la creación de un comité mixto que apruebe el plan de trabajo, actividades y contenidos. Alternativamente considerar, un esquema con un poco menos de alcance, pero que fuera netamente privada como Procapitales en Perú, que se encargara de actividades de promoción y de educación alrededor de temas del mercado de valores.
- 3) A mediano plazo es necesario incorporar el concepto de consumidor financiero, e incorporar respecto de toda entidad que preste servicios financieros el deber de cumplir funciones educativas directamente o a través de terceros como las asociaciones, cámaras y otros tipos de entidades educativas.

MARCO LEGAL REGULATORIO:

La propuesta formulada se puede adelantar mediante reglamentación que expida el CONASSIF, asignan las funciones y la forma de operación.

3.3. PRODUCTOS

3.3.1. DEUDA PÚBLICA: ORDENAMIENTO, PLANEACIÓN Y REFERENTE DE MERCADO

El mercado de deuda pública, dentro del Plan de Ruta que se propone en esta Asistencia Técnica, cumple una función de vital importancia, resaltando entre ellas el ser el referente de precios para el mercado, el permitir mecanismos de obtención de liquidez mediante operación de fondeo para los inversionistas, el ser garantía admisible y deseable para operaciones que requieran colaterales.

El Banco Mundial a través del Grupo Asesor conformado por Catiana García-Kilroy, Richard Baudouin y Peter Stella, está actualmente apoyando al Ministerio de Hacienda (Tesorería Nacional) y al Banco Central en el ordenamiento, estructura y funcionamiento del mercado de deuda pública, orientado a definir la problemática de dos emisores soberanos, la creación del programa de emisión de deuda, consolidación del precio de referencia, formas y esquemas de acceso para los inversionistas mayoristas en el mercado primario, organización del mercado secundario, organización de los mercados de liquidez y operaciones de liquidez que permitan la circulación del subyacente.

De la presenta Asistencia Técnica saldrán recomendaciones generales para el mercado de deuda pública acordadas con el grupo asesor especializado del Banco Mundial antes mencionado. A su vez debe tenerse en cuenta que el Plan de Ruta cuenta con propuestas específicas y concretas para el ACCESO AL MERCADO, en el numeral 2.1.1 anterior, como parte de la organización del mercado en que la deuda pública es el activo principal.

En todo caso, se resalta la urgencia de poder incorporar en el Plan de Ruta Estratégico que se adopte, las recomendaciones acogidas de las propuestas especializadas presentadas en materia de deuda pública por parte de la asesoría antes mencionada y que haga parte del esfuerzo que realicen las autoridades para la implementación.

DIAGNÓSTICO:

- a) Existen dos emisores soberanos, el BCCR y el MH, que desde el 2011 han operado en el mercado en forma poco coordinada y en algunos casos compitiendo por tasa y monto de captación. En los años anteriores las dos Entidades venían trabajando bajo un esquema de subasta conjunta que implicaba cierta coordinación en cuanto plazos y tasas, pero en el 2011 la situación fiscal de Costa Rica se agrava, se presentan importantes vencimientos y la gestión de flujo de caja se hace muy exigente, lo que conllevó a un distanciamiento en la gestión de colocación.

A lo anterior se adiciona las emisiones de las empresas del estado (financieras y no financieras) que también hacen parte de la deuda pública y, como se había dicho antes, son importantes jugadores del mercado.

En la Gráfica 2 se observa el crecimiento (22,44% aproximadamente desde dic-2010), la proporción respecto al PIB (43,8%) y la participación de cada uno de los emisores de deuda pública, en donde el BCCR y los emisores públicos diferentes al MH tienen un 30% del total emitido.

SECTOR PÚBLICO GLOBAL
Indicadores de la Deuda Interna y Externa
- Millones de colones y porcentajes -

	2010	2011				2012			
	Dic	Mar	Jun	Sep	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr
Deuda Pública Total									
Monto	8.070.795,4	8.177.111,3	8.639.216,8	8.888.133,0	9.253.881,8	9.429.486,0	9.565.881,6	9.611.207,9	9.882.131,0
Deuda interna	5.858.944,1	6.243.062,9	6.689.817,2	6.957.866,0	7.056.632,3	7.288.424,7	7.432.067,8	7.515.774,7	7.669.325,3
Deuda externa	2.211.851,3	1.934.048,4	1.949.399,6	1.930.267,0	2.197.249,5	2.141.061,3	2.133.813,8	2.095.433,1	2.212.805,7
Proporción del PIB	42,4	39,4	41,7	42,9	44,6	41,8	42,3	42,6	43,8
Deuda interna	30,8	30,1	32,3	33,6	34,0	32,3	32,9	33,3	34,0
Deuda externa	11,6	9,3	9,4	9,3	10,6	9,5	9,4	9,3	9,8
Proporción del total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Deuda interna	72,6	76,3	77,4	78,3	76,3	77,3	77,7	78,2	77,6
Deuda externa	27,4	23,7	22,6	21,7	23,7	22,7	22,3	21,8	22,4
Según moneda	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Moneda Nacional	62,0	65,3	67,4	67,8	66,4	66,3	66,8	67,7	68,1
Moneda extranjera	38,0	34,7	32,6	32,2	33,6	33,7	33,2	32,3	31,9
Según deudor	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	99,6	100,0	100,0	100,0
Gobierno Central	69,8	69,4	69,8	69,7	68,9	67,8	68,9	69,2	69,4
Banco Central	17,3	19,2	19,2	19,8	18,4	18,6	17,6	17,8	17,8
Resto del sector público	12,9	11,4	11,0	10,5	12,7	13,2	13,5	13,0	12,8

Gráfica 2 – Fuente: Informe Mensual de Coyuntura Económica, Junio de 2012 del BCCR

- b) Por las presiones fiscales antes anotadas, las necesidades de caja y los criterios usados para la fijación de las tasas de las subastas, las colocaciones realizadas por el MH a partir del 2011 se hicieron en forma poco articulada en cuanto a periodicidad, monto y tipos de interés, lo que incidió en la eficiencia del mercado, especialmente el secundario, así como en las relaciones con los inversionistas institucionales.
- c) Los precios de referencia para la valoración de portafolios se han visto afectados por la necesidad de reconocer las diferencias en los precios de la deuda emitida por el BCCR y el MH, a través de dos curvas soberanas.
- d) Considerando el déficit fiscal de Costa Rica y la financiación requerida es claro que se necesita un programa de deuda pública que apoye de manera eficiente dichas necesidades.

En el cuadro siguiente se presenta las emisiones desde el 2007 realizadas por el MH y el BCCR, y podemos observar que el año 2011 comparado con el 2010 presentó en número y monto un incremento del 67% y del 63.31% respectivamente. Ahora bien, para el año 2012, al mes de julio, ya se presentan 14 emisiones más del total de las realizadas en el 2011 y supera el monto total colocado en un 2,13%.

Consolidado	Total Emisiones	Total ¢ (1)
2007	18	2.719.755.750.000
2008	26	3.441.731.480.000
2009	27	3.289.584.915.240
2010	15	1.991.672.500.000
2011	25	3.252.657.000.000
2012	39	3.322.053.895.110
Total General	150	18.017.455.540.350,00

* Información con corte al 06 de julio del 2012 - Fuente SUGEVAL

- e) En colocaciones recientes del 2012 del MH se han presentado situaciones que generaron tensiones, dado que con los recursos provenientes de la subasta primaria se esperaba cubrir vencimientos de capital estructurales, llevada a cabo en la misma semana y con cumplimiento el mismo día del vencimiento.

Las colocaciones realizadas en dichas condiciones presentan riesgos, tales como un potencial

mayor costo en la tasa de colocación pues el mercado percibe la urgencia y por ello puede elevar el precio al cual esta dispuesto a entregar sus recursos; el riesgo de no recaudar el monto requerido y tener que buscar los recursos a través de otros medios mas costosos; y, finalmente afecta la credibilidad del programa de emisión por cuanto se observan errores de planeación y la falta de uso de herramientas financieras existentes para anticipar dichas situaciones.

- f) Se hace necesario contar con un programa de emisión de deuda pública organizado, estructurado y creíble y con mecanismos de comunicación a los inversionistas institucionales y socialización en forma periódica y habitual.
- g) Es importante recordar el diagnóstico presentado en el numeral 3.1.1. literal b) del presente documento, en el que se informa que el mercado primario de deuda pública se opera a través de la BNV, mediante un sistema de subasta primaria administrado por ésta y a través de los puestos de bolsa, a pesar de estar permitido el acceso directo de entidades distintas a los puestos de bolsa; y que el BCCR tiene interés en crear un efectivo mercado primario de deuda pública (subasta directa) abierto, pues considera que ello es beneficioso para el mercado, para los inversionistas y para el emisor, por razones económicas, operativas y de participación.
- h) En cuanto a la compensación y liquidación de este mercado, también debemos recordar lo presentado en el numeral 3.4.1. del presente documento.
- i) Existe preocupación por parte de los funcionarios del MH que tienen a cargo el programa de emisión de deuda en tomar la iniciativa para interactuar con los inversionistas institucionales e intermediarios, debido a que no cuentan con una autorización de orden administrativo que los habilite para esa labor.
- j) Existe interés real por parte del Grupo del MH, entendido como Ministro, Viceministro de Crédito Público, Tesorero General y Asesores del Despacho de crear un programa de gestión de deuda y manejo de caja (cash management) que permita a la Tesorería y al Viceministerio de Crédito Público contar con mejores herramientas de gestión, de recobrar la coordinación con el BCCR y de retomar la comunicación habitual y organizada con los inversionistas institucionales para el programa de emisión de deuda. En lo que corresponde, existe en el BCCR el mismo

interés de coordinación con el MH.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

- 1) Establecer un adecuado plan de coordinación entre el MH y el BCCR para la emisión de deuda pública, en forma habitual y permanente a través de un grupo de trabajo conformado por las unidades vinculadas a la emisión de deuda de las dos instituciones, con seguimiento a alto nivel. La coordinación deberá incluir dos agendas de trabajo:
 - i. Emisión coordinada entre el MH y el BCCR mientras se mantengan instrumentos separados.
 - ii. Diseño e implementación del plan de acción para unificar la emisión de deuda en el MH y que el BCCR realice sus operaciones monetarias con títulos de Gobierno.

- 2) Revisar las funciones y responsabilidades de las diferentes unidades del MH encargadas de la política de emisión con el fin de evitar duplicaciones o limitaciones innecesarias en la toma de decisiones y en la implementación de la emisión de deuda pública. Se recomienda valorar modelos de funcionamiento de Oficinas de Deuda Pública que operan en otros países. países y que garanticen una eficiente coordinación de las diferentes áreas relevantes dentro del Ministerio. Para efectos del seguimiento y coordinación en la implementación de las recomendaciones propuestas en la Hoja de Ruta sería conveniente que el MH nombrara una persona encargada de dicha gestión dentro de la organización.

- 3) Implementar una política de emisión regular y pre-anunciada orientada a la construcción de emisiones de referencia de tasa fija (ej. Benchmark: 3, 5, 7 y 10 años) líquidas a lo largo de toda la curva de tipos de interés. Acompañar la política de emisión de benchmark con un programa sistemático de re-aperturas y gestión activa del pasivo (e.j. canjes y recompras en el mercado).

- 4) Hacer del tema de deuda pública un tema de manejo directo del Ministro del MH y del Presidente del BCCR, para la adopción de las recomendaciones provenientes de la asesoría especializada del Banco Mundial, e incorporarlo a este Plan de Ruta con el fin de que haga parte de las reformas legales que deban gestionarse en lo pertinente a emisor o emisores

soberanos, y la forma de implementación de decisión que se adopte.

- 5) Crear un programa de gestión de deuda y manejo de caja (cash management), que se adopte como herramienta de gestión de la Tesorería y del Viceministerio de Crédito Público, de ser posible con el apoyo del Banco Mundial.
- 6) Materializar el acceso directo al mercado primario de deuda pública para los inversionistas de naturaleza financiera, mediante una definición de parte del BCCR en coordinación con el MH del mejor vehículo y condiciones para lograr los objetivos.
- 7) Creación del Comité del Mercado de Deuda Pública, con un plan de comunicación e información del programa de deuda pública que se tenga a la fecha, en forma habitual con una periodicidad bimestral. Este Comité de Mercado debe estar coordinado desde el MH y el BCCR en forma conjunta, asignando funcionarios a la gestión del mismo y conformado por un grupo de inversionistas institucionales e intermediarios, seleccionados mediante criterios objetivos y con personas de alto nivel dentro de las áreas de gestión de los portafolios. Dicho Comité debe operar con formalidad, compuesto en forma representativa de la industria, designando un Presidente del mismo y dándose su propio reglamento.
- 8) Plan gradual de reforma de las operaciones colateralizadas con pacto de recompra en bolsa (reportos tripartitos) y en mercados OTC en los siguientes aspectos:
 - i. En bolsa, permitir la reutilización del subyacente durante la vida del reporto para aquellos valores con una bursatilidad/liquidez mínima. Estos deberían coincidir con las emisiones benchmark de deuda de Gobierno.
 - ii. En mercados OTC, establecer el marco legal que permita, la ejecución de garantías en operaciones de reporto fuera de bolsa.
- 9) Evaluar en el mediano plazo la necesidad de contar con la figura de Creadores de Mercado, luego del impacto de las medidas anteriores.

MARCO LEGAL REQUERIDO:

La decisión que se adopte respecto a un emisor soberano o de dos emisores soberanos pero con

colocación centralizada, podrá requerir reforma constitucional o reforma a nivel de Ley respectivamente.

Para implementar las demás propuestas los vehículos legales que lo permitirían serían decretos o reglamentos del MH, y reglamentos o acuerdos del CONASSIF.

3.3.2. BONOS Y VEHÍCULOS DE INVERSIÓN COLECTIVA: DIVERSIFICACIÓN Y ALTERNATIVAS DE FINANCIACIÓN

Para realizar el análisis del tema de productos, resultan interesantes las estadísticas de las emisiones, separadas bajo el concepto de programa de emisiones y emisiones individuales.

Del total de emisiones clasificadas por la SUGEVAL como emisiones individuales (Gráfica 3), desde el año 2007 hasta el mes de Julio de 2012, se observan diversas variaciones relativas en el cuadro siguiente. Si se desagrega la información disponible, solo el 24,24% (48 de las 198) corresponden a emisiones diferentes al BCCR y MH, y por volumen solo 1,58% (¢ 288.511.668.250); y de las 48 emisiones que corresponden al sector privado, solo 11 de ellas corresponden a entidades no financieras.

Consolidado	Total Emisiones	Total ¢ (1)
2007	34	2.799.243.400.000,00
2008	49	3.562.525.920.000,00
2009	28	3.324.584.915.240,00
2010	20	2.004.726.753.250,00
2011	28	3.292.832.325.000,00
2012	39	3.322.053.895.110,00
Total General	198	18.305.967.208.600,00

Gráfica 3 – Fuente SUGEVAL Departamento de Oferta Pública

Ahora bien, en cuanto al programa de emisiones (Gráfica 4), igualmente de acuerdo a la clasificación de la SUGEVAL, desde el año 2007 hasta el mes de Julio de 2012, se observan variaciones positivas importantes en los años 2009 y 2011 respecto del año anterior. Dentro del gran total, al desagregar la información, el 66,95% del total de los programas de emisiones y el 47,66% del total del monto emitido, corresponde a emisores del sector privado. Dentro de esta participación del sector privado, el 75,95% del total de programas corresponden a emisores del sector financiero, lo cual es equivalente a un 77,36% del total emitido en colones.

Consolidado	Total Programas	Total ¢ (1)
2007	11	117.561.160.000
2008	18	718.255.200.000
2009	28	1.172.162.850.000
2010	20	853.878.350.000
2011	31	1.332.368.175.000
2012	10	428.829.600.000
Total General	118	4.623.055.335.000

Gráfica 4 – Fuente SUGEVAL Departamento de Oferta Pública

Dentro de la misma serie analizada (Gráfica 5), según cifras de la SUGEVAL, desde el año 2007 hasta el mes de Julio de 2012, se observa una baja participación del sector privado, pero que a su vez es muy similar al monto emitido por el sector público no central.

Emisión /Sectores	Total Emisiones	Monto en Colones	Total Privado No Financiero	Total Privado Financiero	Total Público
Emisiones Individuales Privados:					
Privados Financieros	37	261.651.630.000,00		261.651.630.000,00	
Privados No Financieros	11	26.860.038.250,00	26.860.038.250,00		
Total Ind. Privadas	48	288.511.668.250,00			
Programas de Emisiones Privados:					
Financieros Privados	60	1.704.562.010.000,00		1.704.562.010.000,00	
No Financieros Privado	19	498.895.575.000,00	498.895.575.000,00		
Total Prog. Privados	79	2.203.457.585.000,00			
Programas de Emisiones Públicos (No central):					
Financieros Públicos	31	1.689.086.150.000,00			
No Financieros Públicos	8	730.511.600.000,00			
Total Prog. Públicos	39	2.419.597.750.000,00			2.419.597.750.000,00
Deuda Central:					
Emisión BCCR/MHCP	150	18.017.455.540.350,00			18.017.455.540.350,00
TOTAL	316	22.929.022.543.600,00	525.755.613.250,00	1.966.213.640.000,00	20.437.053.290.350,00
Participación en el total Emitido (%)			2,29%	8,58%	89,13%

Gráfica 5 – Fuente SUGEVAL Departamento de Oferta Pública en Colones

DIAGNÓSTICO:

- a) La regulación actual está orientada exclusivamente a la oferta pública con aprobación previa por parte de la SUGEVAL, y dirigida a proteger al inversionista no sofisticado.
- b) Sobre quienes pueden ser emisores en el mercado de valores de Costa Rica, en el artículo 2º de la LRMV se establece un marco legal amplio al consagrar que “Únicamente podrán hacer oferta pública de valores en el país los sujetos autorizados por la Superintendencia General de Valores, salvo los casos previstos en esta Ley.” Ahora bien a la luz del Reglamento de Oferta Pública emitido por el CONASSIF en desarrollo del marco legal, existe una gran variedad de emisores, por ejemplo: empresas pequeñas y medianas (art. 27), Gobiernos Centrales, Organismos Internacionales y Entidades Públicas (arts. 31 y 32), fideicomisos de titularización, (artículos 60 a 70); fideicomisos de desarrollo de obra pública (arts. 73 a 93), entre otros, y además también realizan oferta pública las distintas modalidades de fondos de inversión,

entre ellos los financieros, inmobiliarios, de desarrollo inmobiliario, de titularización.

Como principio general se puede afirmar que ley y la reglamentación actual del mercado de valores no restringe la participación como emisor de oferta pública a ninguna entidad, pública o privada, nacional o internacional y que las restricciones para la emisión de una entidad determinada deberán buscarse en su naturaleza jurídica o en sus regulaciones particulares, como es el caso de las cooperativas.

- c) El Reglamento de Oferta Pública, emitido por el CONASSIF, creó una subcategoría denominada “oferta pública restringida” dirigida a inversionistas sofisticados, reconociendo la existencia dos tipos de inversionistas, los sofisticados y los no sofisticados, con unos requisitos de información diferentes en el caso de emisores extranjeros, a los cuales se les permite tener base contable diferente, no requieren de informe de diferencias y pueden presentar la documentación en inglés, así como a que no es obligatorio el aviso de oferta pública, pero respecto de emisores costarricenses no reconoce mayor diferencia en la información requerida.

A lo largo del Reglamento se enuncian diferentes tipos de valores que se inscriben como ofertas públicas restringidas, circunscribiéndolos a ellos. Estos valores son: (i) los fideicomisos de obra pública si el Estado no garantiza el 100% de los valores, (ii) Las emisiones de fideicomisos cuya fecha de constitución sea menor a un año o que no desarrollen una actividad empresarial, exceptuando las emisiones provenientes de procesos de titularización; y (iii) los Fideicomisos de titularización, cuando no exista información histórica.

Finalmente los títulos provenientes de oferta pública restringida tienen dos particularidades: (i) no están autorizados para ser objeto de operaciones repos, de conformidad con lo previsto en el artículo 21 del Reglamento de Riesgos; y (ii) al estar dirigidos a inversionistas sofisticados, su negociación en mercado secundario en la BNV se dificulta para revelar esta condición y no incurrir en un error.

- d) La revelación de los riesgos contenidos en el prospecto es de obligatorio control por parte de la SUGEVAL y el registro previo del prospecto con revisión y autorización previa de dicha Superintendencia.

- e) Sin perjuicio de lo anterior, de acuerdo con los artículos 10 y 11 de la LRMV, es facultad del CONASSIF, por medio del Reglamento de Oferta Pública, establecer el contenido del prospecto, lo cual genera espacios a estudiar y profundizar en la búsqueda de nuevos tipos de emisiones.

- f) De acuerdo con la información recibida, existe por parte de la industria una aceptación explícita de que la oferta privada ha ganado espacio en los últimos años dentro de la industria de valores, respecto de lo cual es difícil obtener datos estadísticos por su misma naturaleza.

De acuerdo con la LRMV el espacio reglamentario dado a la Superintendencia es bastante amplio, al consagrar en su artículo 2º. "... establecerá en forma reglamentaria, criterios de alcance general conforme a los cuales se precise si una oferta es pública o privada. Para ello, tomará en cuenta los elementos cualitativos de la oferta, como la naturaleza de los inversionistas y la finalidad inversa de sus destinatarios, los elementos cuantitativos, como el volumen de la colocación, el número de destinatarios, el monto de cada valor emitido u ofrecido y el medio o procedimiento utilizado para el ofrecimiento. Igualmente establecerá los criterios para determinar si un documento o derecho no incorporado en un documento constituyen un valor en los términos establecidos en este Artículo. Únicamente podrán hacer oferta pública de valores en el país los sujetos autorizados por la Superintendencia General de Valores, salvo los casos previstos en esta Ley. Lo mismo aplicará a la prestación de servicios de intermediación de valores, de conformidad con la definición que establezca la Superintendencia en forma reglamentaria, así como a las demás actividades reguladas en esta Ley. ..."

Hoy los elementos que diferencia una oferta pública de una privada, es el número de inversionistas a la cual va dirigida (50 inversionistas como máximo) y que no se divulgue a través de medios de comunicación colectivos. Adicionalmente, los valores objeto de oferta privada no pueden ser comprados por inversionistas institucionales, excepto por las compañías de seguros (autorizadas por ley y desautorizadas por reglamento).

En adición a lo anterior, las emisiones y colocaciones de emisores costarricenses que se han realizado en otras jurisdicciones buscando facilidades en términos de los procesos para su

autorización.

- g) La regulación actual no reconoce de manera explícita la asignación de responsabilidad a los agentes privados tales como estructuradores, emisores, abogados, gestores, comercializadores, auditores, puestos de bolsa y agentes que participan en un proceso de emisión y menos aún establece la capacidad sancionatoria requerida, generando con ello una sobrecarga de responsabilidad en el Supervisor. Si bien este punto se analiza dentro del numeral 2.1.5.3 anterior en el tema de Autorregulación, es necesario ponerlo de presente dentro de la oferta pública, en razón a la necesidad identificar y asignar las responsabilidades que corresponden a cada una dentro de las partes y las sanciones aplicables ante violaciones cometidas.
- h) Regulación orientada al mercado doméstico y de espaldas a la globalización.
- i) Un mercado indiferente frente al reto de nuevas emisiones como consecuencia de la situación actual, en que hay poca exigencia y sofisticación en razón a un mercado con un solo producto (deuda pública), un solo emisor (el Estado), y operado por un solo tipo de intermediarios.
- j) Percepción en el mercado de una importante complejidad en los procesos y requisitos para la aprobación de una oferta pública y la necesidad de establecer criterios unificados.
- k) Respecto de la titularización se presenta:
 - i. Interpretación sobre las titularizaciones sobre infraestructura pública, de no permitir que asuman el riesgo de construcción. En este sentido, es conducente aclarar que las titularizaciones sí pueden asumir el riesgo de construcción debidamente revelado y regular de forma más completa los requisitos que deben tener los proyectos que sean objeto de una titularización, es decir, que aun cuando se pueda asumir el riesgo de construcción, se deba contar con viabilidad ambiental, permisos y licencias, diseños aprobados y planos, entre otros.
 - ii. En el caso de titularizaciones de otras actividades que no son de proyectos de infraestructura pública, tales como tarjetas de crédito, pagarés e hipotecas, definir con mayor detalle las condiciones del empaquetamiento, por ejemplo qué es el objeto de

la titularización, si se puede o no hacer cesiones parciales, etc.

- l) En lo referente a los fideicomisos para el desarrollo de obras públicas o FIDOPS, cuya regulación es reciente, el mercado ha manifestado que la misma no es operativa y no es viable emitir a través de este vehículo.

- n. Las normas fiscales vigentes han generado arbitrajes y desequilibrios, haciendo a un lado el principio de transparencia fiscal, respecto de productos que teniendo la misma función financiera y económica son objeto de tratamientos fiscales diferentes, o que dependiendo del medio de transacción aplican tarifas diferentes, tal como es el caso de las acciones.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

- 1) A partir de la oferta pública restringida crear procesos de emisión especial orientada a inversionistas sofisticados para valores de deuda directa (bonos), con prospectos reducidos.

- 2) Identificar los valores objeto de ofertas restringidas en los sistemas de negociación, mediante la inclusión de un prefijo al nemotécnico o código de negociación que haga explícito la restricción para el inversionista (ej.: OR=oferta restringida), e incorporar esta estructura en los manuales y reglamentos de la BNV y de los sistemas de negociación, y que el intermediario comprador tenga a su cargo la obligación de verificar que su cliente tenga la calidad requerida.

En el mercado mostrador establecer como una obligación a cargo del vendedor el verificar la calidad de inversionista comprador cuando sea su contraparte directa.

- 3) Permitir que dichos valores puedan ser objeto de operaciones repo entre los inversionistas destinatarios, manteniendo la inmovilización del valor objeto de la operación para evitar el riesgo de incumplimiento de la operación de recompra por razones de liquidez, y con una estimación de sobre-garantía, para cubrir variaciones de mercado.

- 4) Ampliar el concepto de inversionistas sofisticados, para que incluya personas con conocimientos de mercados tales como personas acreditadas, asesores de inversiones o

personas con experiencia en el sistema financiero como gestores de fondos, entre otros.

- 5) Con urgencia revisar y ajustar los esquemas de reglamentación de los procesos de titularización y de fideicomisos de inversión en infraestructura, que permita su uso, reconociendo las etapas propias de éstos proyectos y los riesgos asociados a los mismos.
- 6) Revisar el régimen de inversión de los fondos de pensiones y de otros inversionistas institucionales, con el fin de incorporar en ellos nuevos tipos de inversión, y que se reconozca y premie la diversificación del portafolio como un criterio de reducción de riesgos.
- 7) Incorporar en el marco legal regímenes híbridos entre ofertas públicas y privadas y la creación de un mecanismo de registro automático para jurisdicciones reconocidas.
- 8) Revisar las normas fiscales para eliminar arbitrajes entre productos, intermediarios y jurisdicciones y consagrar el principio de transparencia fiscal.

MARCO LEGAL REQUERIDO:

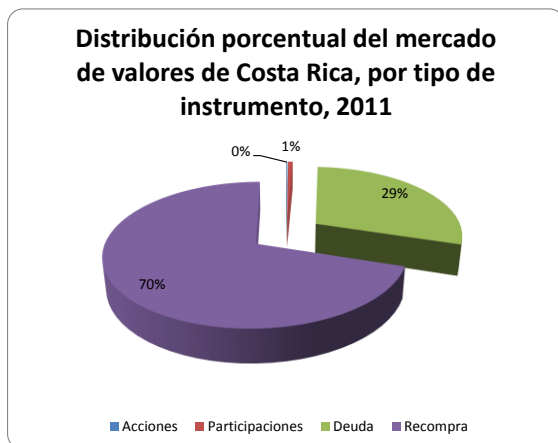
Los Planes propuestos en los numerales 1 al 6 se pueden adelantar mediante reformas y adiciones al Reglamento de Oferta Pública y el Reglamento de Riesgo, donde se establezcan los requisitos para cada tipo de oferta pública (respetando el contenido mínimo de los arts. 11 y 13 LRMV) y las restricciones para la comercialización de dichos valores. En particular, atendiendo a la naturaleza del emisor o del tipo de emisión se definirán distintos tipos de prospecto. En complemento con lo anterior, mediante los Reglamentos emitidos por la BNV. Igualmente será necesario modificar la reglamentación de inversiones tanto para los fondos de pensiones como para las compañías aseguradoras.

3.3.3. ACCIONES: CREACIÓN DE MERCADO

DIAGNÓSTICO:

El diagnóstico presentado para bonos y vehículos de inversión colectiva es aplicable al mercado de

acciones, y podríamos afirmar que dicho mercado no existe en términos de participación, tal como se observa en la siguiente gráfica:



Gráfica 6- Fuente BCCR

Ahora bien, cuando analizamos el mercado accionario, de acuerdo con la información proporcionada por la BNV en su sitio web, podemos concluir que el mercado de acciones costarricense es demasiado pequeño y que está por hacer, con solo 9 emisores de acciones inscritos (ver Gráfica 7), y que viene reduciéndose en forma importante en los volúmenes operados y que el máximo número de operaciones promedio en un día fue de 7 en el 2008 (ver Gráfica 8).

EMISORES DE ACCIONES LISTADOS A 2012		
1	AD ASTRA ROCKET COMPANY	Comunes
2	CORPORACION BANEX S.A.	Comunes y Preferentes
3	ILG LOGISTICS S.A.	Comunes
4	INMOBILIARIA ENUR S.A.	Comunes
5	FLORIDA ICE AND FARM	Comunes
6	GRUPO IMPROSA	Comunes y Preferentes
7	HOLCIM DE COSTA RICA S.A.	Comunes
8	LA NACION S.A.	Comunes
9	TECHNOFARMA S.A.	Comunes

Gráfica 7 – Fuente BNV

MERCADO SECUNDARIO DE ACCIONES					
Datos Dolarizados (miles de dólares)					
AÑO	I-VI 2012	2011	2010	2009	2008
CANTIDAD DE TRANSACCIONES	267	640	752	791	1.593
DÓLARES	948,48	6.740,04	6.856,89	2.231,41	12.939,18

La BNV viene realizando desde el 2007 un esfuerzo importante a través de “El Mercado Alternativo para Acciones – MAPA”, que es una iniciativa para promover la inversión de capital, el desarrollo y la profesionalización de empresas pequeñas y medianas con alto potencial de crecimiento. En mayo del 2010, el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y la BNV firmaron un Convenio de Cooperación Técnica para dar apoyo al desarrollo del MAPA como mercado accionario privado en Costa Rica para los siguientes cuatro años.

El MAPA opera bajo un régimen de oferta privada dirigida a inversionistas sofisticados. Por ese motivo, la empresa emisora no podrá tener más de 50 accionistas, mantener ningún tipo de emisión autorizada y registrada como oferta pública, ni ofrecer acciones por medios de comunicación colectiva.

Los requerimientos del MAPA implican una serie de obligaciones de funcionamiento y cumplimiento, tales como tener una junta directiva con al menos cinco miembros, más dos fiscales; llevar a cabo reuniones estructuradas y frecuentes de junta directiva y de accionistas; generar información periódicamente y comunicados relevantes; disponer de sistemas contables y de información adecuados y actualizados; y auditar anualmente sus estados financieros entre otros.

A la fecha, el MAPA ha vinculado dos empresas, la primera de ellas fue Ad Astra Rocket Company en el 2008, y la segunda fue International Connection Codes Voz y Datos (ICC) en el 2012.

Este es un esfuerzo importante que incorpora principios y objetivos indispensables para la creación de un mercado accionario, pero el hecho de ser una oferta privada y sin posibilidad de ningún tipo de comunicación al público limita de manera importante sus resultados.

En el caso de fondos de capital de riesgo es importante revisar la reglamentación vigente, pues consideramos que existen ciertas particularidades que impiden que este tipo de vehículo de inversión prospere, tales como:

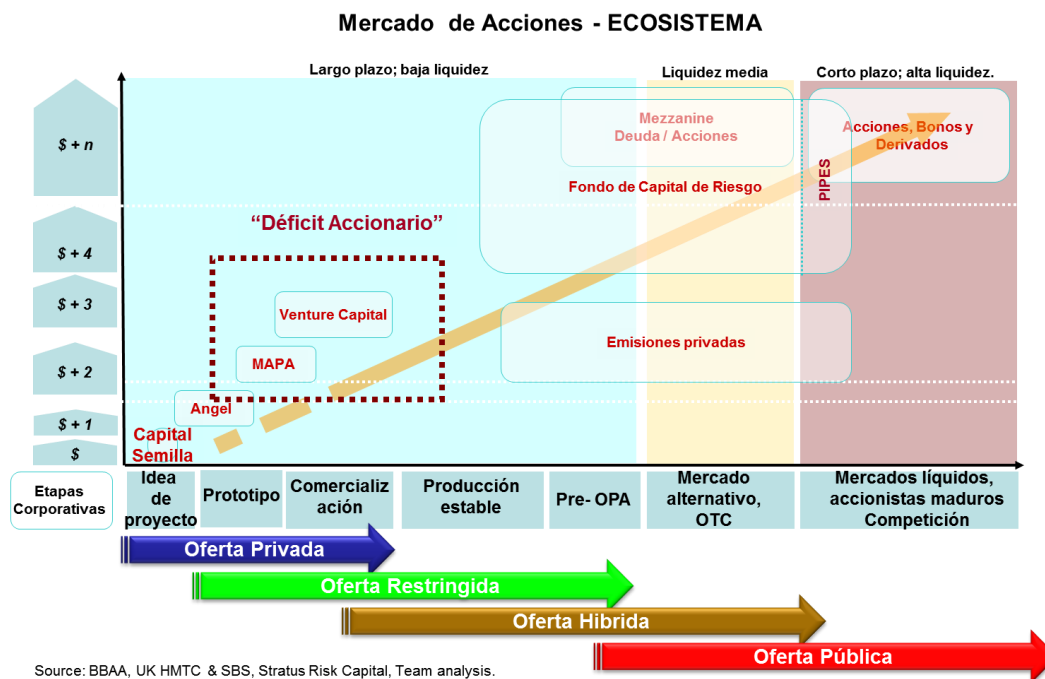
- i. La regulación esta centrada en el objeto de inversión y en el gestor del fondo.

- ii. La inversión mínima en el fondo son 50 participaciones de \$1000 cada una.
- iii. La regulación está centrada en el tema de acciones y no se abre la puerta a proyectos.
- iv. Se requiere de al menos 5 empresas para cumplir reglas de diversificación o de al menos 3 para constituirse como no diversificado.
- v. Las empresas promovidas (en las que invierte el fondo) que no son de oferta pública, ni lo van a ser, tienen obligaciones de información financiera y de gobierno corporativo similares a las de los emisores de oferta pública.
- vi. La reglamentación se aprobó y no ha existido ningún esfuerzo institucional o programa que pretenda impulsar el uso de la figura.
- vii. Para que los fondos de pensiones invierta, el fondo debe tener una calificación mínima de “A”.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

- 1) Aplicar las recomendaciones dadas para bonos y vehículos de inversión colectiva, en el sentido de permitir en la Bolsa la negociación de acciones provenientes de oferta restringida, ampliar el concepto de inversionistas sofisticados, revisar el régimen de inversión de los fondos de pensiones y de otros inversionistas institucionales con el fin de incorporar en ellos las acciones de emisores costarricenses, e incorporar en el marco legal la creación de un mecanismo de registro automático para jurisdicciones reconocidas.
- 2) Con urgencia revisar y ajustar los esquemas de reglamentación de los fondos de capital de riesgo que permitan su uso, reconociendo las etapas propias de los proyectos empresariales y los riesgos asociados a los mismos.
- 3) Realizar un estudio del ecosistema accionario de las empresas en Costa Rica, que incluya las etapas corporativas desde el nacimiento de una empresa y sus escalas de crecimiento y financiación iniciando desde el capital semilla y terminando con el mercado accionario de oferta pública. Dicho estudio debe permitir establecer que mecanismos de financiación accionario requeridos para el desarrollo empresarial están ausentes y/o desarticulados, y de acuerdo a las posibilidades del mercado proponer su creación y ajuste.

Las diferentes etapas del desarrollo empresarial y de las fuentes de financiación, se presentan a continuación en forma esquemática:



- 4) Lograr una coordinación integral del punto anterior con los programas de gobierno enfocados en apoyar el emprendimiento e innovación empresarial en empresas en proyecto o en procesos de crecimiento, a través de:
 - i. Adoptar una estrategia de Estado para crear programas integrales de apoyo, que incluyan temas de educación, emprendimiento, innovación y financiación.
 - ii. Potencializar iniciativas como el MAPA
 - iii. Promover la creación de los Fondos de capital de Riesgo

- 5) Sin perjuicio de lo anterior, evaluar, en el corto plazo, la necesidad y viabilidad de crear mercados alternativos para los emisores de acciones de empresas en procesos de crecimiento o en etapa de proyecto, o de crear un reconocimiento o mercado especial para los emisores que cumplan los mejores estándares de gobierno corporativo.

- 6) Apoyarse en la oportunidad legal consagrada en el artículo 14º de la LRMV para desarrollar mercados alternativos, que dice: "Condiciones para exoneración parcial: El Consejo Nacional

especificará, en los reglamentos, las condiciones en que se puede exonerar parcialmente del cumplimiento de los requisitos dispuestos en este capítulo, a categorías determinadas de emisiones de acciones y obligaciones convertibles en acciones, en función de la pequeña cuantía de la emisión y el número restringido de inversionistas... “.

- 7) El Plan propuesto en el numeral 3.1.2 para dar acceso al mercado a los inversionistas mediante el enrutamiento de órdenes con acceso al mercado, tiene aplicación respecto del mercado de acciones y lo beneficia en forma importante para su desarrollo por el lado de la demanda.
- 8) En cuanto a la compensación y liquidación de este mercado, también debemos recordar lo presentado en el numeral 3.4.1. del presente documento.
- 9) Con relación a empresas de mayor tamaño y considerando la importante participación del Estado en la propiedad de empresas en todos los campos de la economía de Costa Rica, se recomienda:
 - i. Revisar experiencias exitosas en otras latitudes, que han permitido fortalecer patrimonial y competitivamente empresas del Estado, generando un proceso de conocimiento por las autoridades y partes vinculadas.
 - ii. Iniciar un plan de fortalecimiento, competitividad y sostenibilidad a largo plazo en dichas empresas, mediante la adopción de altos estándares de gobierno corporativo. Para el logro de este objetivo, se recomienda crear un programa de educación en las mejores prácticas de Gobierno Corporativo con las autoridades y directivos de las empresas del Estado.
 - iii. Propender por una mayor participación en el mercado de capitales para la financiación de las inversiones requeridas para la expansión y crecimiento de estas empresas.
 - iv. Adoptar las medidas de tipo legal que requiera el proceso.

MARCO LEGAL REQUERIDO:

Los Planes propuestos en los puntos 1, 2, 7 y 8 se podrían llevar a cabo, a través de los cambios legales enunciados en los numerales que tratan dichas propuestas (3.1.2 y 3.4.1).

Respecto de la propuesta formulada en el numeral 3 sería necesaria la expedición de un decreto por parte del Gobierno, y respecto de las propuestas 5 y 6 mediante reglamento expedido por la CONASSIF.

3.4. RIESGOS

3.4.1. COMPENSACIÓN Y LIQUIDACIÓN: CONTROL Y FORTALECIMIENTO

DIAGNÓSTICO:

- a) La compensación y liquidación de los mercados se encuentra regulada en la LRMV, en la que se prevé que debe ser realizada por medio de un Sistema de Compensación y Liquidación integrado por las bolsas de valores y las sociedades de compensación y liquidación. A la fecha no existe una sociedad de compensación y liquidación, siendo la BNV la entidad que realiza esta actividad y quien ha establecido los procesos y mecanismos al respecto, en tanto el BCCR se encarga del movimiento de los recursos.
- b) El BCCR es la entidad que por disposición legal tiene a su cargo el control de los medios de pago, el control de la liquidez y de los mercados de liquidez. Igualmente le corresponde la definición de los modelos y procesos vinculados a la compensación y liquidación de operaciones. A su vez las disposiciones legales asignan al CONASSIF la reglamentación y a la SUGEVAL la supervisión. Estas funciones del BCCR están consagradas en la Ley Orgánica de dicha entidad en los artículos segundo, inciso c) y tercero, incisos e) e i); y en la Ley 8876 de 2010 que aprueba el Tratado sobre Sistemas de Pago y Liquidación de Valores de Centroamérica y República Dominicana en su artículo décimo primero inciso quinto.
- c) La compensación es administrada y gestionada por la BNV y la liquidación se realiza mediante solicitudes de transferencia de recursos al BCCR de posiciones netas de todos los mercados y por instrucciones para la anotación en cuenta de los valores en el BCCR y en la CEVAL, sin que se pueda garantizar que existe el control de ciclos.
- d) La compensación recoge las operaciones de mercados primario y secundario, las operaciones con liquidación en T+0 junto con las operaciones de días anteriores, en un solo neto final informado a la 13:30 horas del día.

- e) El momento en que se realizó la Misión y a la fecha del informe, existe una importante discusión sin resolver, sobre si en la compensación diaria debe o no consolidarse, mediante netos, las posiciones provenientes de los vencimientos de cupones y principales de los valores de deuda pública (emitida por el MH y el BCCR) con el mercado primario y secundario.
- f) La liquidación se inicia a partir de la información neta de posiciones el día de liquidación y no desde la fecha de registro, tanto para el BCCR como para los custodios, desaprovechando los plazos de liquidación de las operaciones en pro de disminuir y controlar los riesgos de falta de provisión y de repudio de las operaciones, dando curso a la confirmación de las operaciones.
- g) La regulación prevé los custodios de valores y las funciones asignadas a ellos. No obstante, los custodios diferentes a los puestos de bolsa no comparecen a la liquidación de las operaciones y solo les es informada la posición de sus clientes el día de la liquidación y a la hora de la misma, conllevando el aumento de los riesgos mediante entrega y recibo de los valores del custodio a través del puesto de bolsa para la liquidación.
- h) La función de los bancos como liquidadores de las operaciones por la parte de recursos frente al BCCR fue suspendida por la SUGEVAL, aduciendo que habían problemas de revelación de información, especialmente en lo relativo a la naturaleza y tipos de incidencias. En razón de lo anterior y con el objetivo de poder rastrear las incidencias de liquidez de los puestos de bolsa, estableció que estos ejercieran la liquidación por medio de sus cuentas propias en el Banco Central. Este tema amerita una revisión del modelo y relación jurídica entre el banco liquidador y el puesto de bolsa, en consideración a que el liquidador se obliga a cumplir las obligaciones del puesto de bolsa y frente al mercado no puede alegar “falta de provisión”. Ahora bien, el problema del riesgo de liquidez de los puestos de bolsa debe ser controlado a través de regulaciones prudenciales.
- i) Por razones de procesos de tributación, relacionados con la condición fiscal del titular de la inversión, el BCCR no ha podido recoger en su central de anotación en cuenta el total de la deuda pública, a pesar del respaldo legal que tiene, dejando parte de ella en la CEVAL. Adicionalmente, en el BCCR no ha podido cumplir con la identificación plena de los titulares, debido a que este tema fue impugnado en los tribunales por CAMBOLSA mediante un recurso

de amparo contra el artículo 118 del Reglamento del Sistema de Pago. Esto se resolvió a favor del BCCR en septiembre del 2011.

- j) El mecanismo “de entrega contra pago” no puede afirmarse que se cumpla, pues está desarticulado por la forma de operar actualmente. El BCCR mueve el 100% de los recursos que le son solicitados por la BNV en el proceso de compensación, bajo el principio de la “buena fe registral” pero no conoce bien si los títulos valores asociados a esas operaciones han sido “bloqueados” y puestos a disposición para ser entregados contra la notificación del pago.
- k) Las garantías para las operaciones que las requieren son operadas a través de fideicomisos bajo criterios distintos en el BCCR y en la BNV.
- l) El BCCR recibe con cierta frecuencia solicitudes de la BNV de suspender el proceso de liquidación por incidencias, el cual reinicia a partir de una nueva solicitud de liquidación, sin que sean informadas las razones de las modificaciones, afectándose el principio de firmeza de las operaciones.
- m) No es conocido por parte del BCCR un estudio sobre riesgo y liquidez por parte de la BNV sobre el cual se soporta el modelo de compensación que usa.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

- 1) Dar acceso a los custodios a la liquidación, para que sean ellos quienes entreguen y reciban los valores objeto de las operaciones en las que intervienen sus clientes, mediante los ajustes tecnológicos requeridos y la reglamentación correspondiente en la BNV y BCCR; y reportar a los custodios las operaciones de sus clientes desde su celebración.
- 2) Reportar al BCCR y a la CEVAL la totalidad de las operaciones desde su celebración.
- 3) Establecer el deber de certificar y mantener actualizada la condición fiscal del titular de la inversión en los registros del custodio y no en la entidad de anotación; y eliminar la contingencia legal del emisor y de la entidad de anotación respecto de las retenciones.

- 4) Llevar la anotación en cuenta de toda la deuda pública en el BCCR, junto con la identificación del titular de la inversión, en desarrollo de las autorizaciones legales vigentes.
- 5) Establecer reglas para que los emisores de deuda pública y privada pongan a disposición los recursos correspondientes a cupones y capital dentro de un plazo fijado previo a los vencimientos y las reglas relacionadas con renovación de obligaciones.
- 6) Realizar un análisis detallado de la liquidez real del mercado, de los plazos de liquidación de las operaciones y de los sistemas de garantías o respaldo para el cumplimiento de las operaciones para luego definir el modelo de compensación y liquidación para cada mercado (acciones, renta fija, derivados, monedas, mercados integrados, mercados primario y secundario) y expedir las normas necesarias para su implementación y control del riesgo de crédito asociado:
 - i. por operación,
 - ii. por neto financiero y por operación valores, y
 - iii. por netos financiero y valores.
- 7) Para la implementación de los modelos definidos las entidades participantes deben estar en capacidad de liquidar eficientemente las operaciones según las reglas de negocio autorizadas en Costa Rica (e.j. múltiples ciclos de liquidación según el mercado – multilateral y bilateral; gestión de garantías; neteos selectivos por mercados, etc.).
- 8) Establecer control sobre el proceso de “entrega contra pago”, mediante mecanismos interconectados entre las entidades que participan, que garanticen el ciclo.
- 9) Definir un único modelo jurídico y operativo para las garantías de las operaciones que la requieran, asociado a la operación desde el registro de la misma y hacer explícito la “inatacabilidad” de las mismas y la firmeza de las operaciones asociadas a las mismas.
- 10) Creación de una sociedad de compensación y liquidación única para el mercado de valores con la capacidad operativa, tecnológica y fortaleza patrimonial que requiere una entidad de esta naturaleza. Dicha entidad podría transformarse en contrapartida central en el mediano plazo,

dependiendo del tamaño y grado de sofisticación que alcance el mercado.

MARCO LEGAL REQUERIDO:

La regulación vigente permite la adopción del Plan de Ruta propuesto en el tema de compensación y liquidación mediante reglamentación emitida por el BCCR, CONASSIF y las Superintendencias, no obstante para la creación de una entidad de compensación y liquidación que pueda ser contrapartida central se hace necesaria la expedición de una Ley por parte de la Asamblea Legislativa y una modificación en la Ley de Impuestos sobre la renta para establecer el deber de retención en el custodio.

3.4.2. POSICIÓN PROPIA DE LOS NUEVOS INTERMEDIARIOS DE VALORES

DIAGNÓSTICO:

La posición propia de los intermediarios y de las entidades financieras cumple una función importante en el desarrollo y crecimiento de los mercados cuando tiene por objeto darles liquidez, pues se convierten en “hacedores de mercado” a través de su presencia permanente en los mercados, generando ofertas y demandas, precios, nuevos tipos de operaciones, estructuras financieras y participando en las colocaciones primarias en forma directa.

No obstante la actuación en posición propia requiere de adecuados controles de los niveles de riesgo, apalancamiento y conflictos de interés a través de la reglamentación y de revelación de información a las autoridades de supervisión y control.

El marco legal costarricense incorpora la actuación de la posición propia de las entidades fiscalizadas por las Superintendencias de naturaleza financiera, y se observa que contiene los elementos principales requeridos, pero es necesario por parte del Grupo Asesor profundizar sobre ella con el fin de hacer recomendaciones prudentes sobre un tema de tanta importancia. Sin perjuicio de lo anterior y bajo esa se formulan recomendaciones.

PROPUESTA DE PLAN DE RUTA:

- 1) Revisar la regulación para operar en posición propia de los puestos de bolsa y demás entidades de naturaleza financiera, a fin de detectar potenciales riesgos o limitaciones que puedan estar afectando el uso adecuado de esta operativa para el desarrollo del mercado.
- 2) Proponer los ajustes necesarios a la reglamentación.
- 3) Analizar la fortaleza patrimonial frente a los requerimientos del mercado para operar en posición propia, y de ser necesario proponer los correctivos necesarios.
- 4) Evaluar la necesidad de crear operadores especializados en posición propia dentro de las entidades financieras.

3.5. PRIORIZACIÓN Y CARTA GANTT GENERAL

PRIORIZACIÓN: Considerando la importancia de iniciar rápidamente con la implementación del Plan de Ruta presentado, a continuación se sugiere una priorización para ciertas propuestas que por su importancia, beneficios y marco regulatorio requerido, permitirían su implementación en el corto plazo (6 meses), en caso de ser adoptadas.

CONCEPTO	PROPUESTA	MARCO LEGAL
Acceso a los Inversionistas	Enrutamiento de órdenes	Reglamentación CONASSIF
Globalización	<ol style="list-style-type: none"> Nombramiento de los gerentes de proyecto y comité de trabajo Acceso cruzado: Enrutamiento intermediado de órdenes y corresponsalía 	Reglamentación CONASSIF
CONASSIF y Superintendencias	<ol style="list-style-type: none"> Expedición del Acuerdo para reglamentar el proceso de expedición de normas Asignación de funciones de coordinación normativa a Directores Contratación de la estructura de apoyo para el CONASSIF 	Acuerdos emitidos por el CONASSIF.
BNV	<ol style="list-style-type: none"> Modificar la regulación para miembros independientes de la Junta Directiva Modificar la composición de la Junta Directiva para vincular miembros de otros sectores y eliminar los miembros con voz pero sin voto En el Comité Disciplinario, sustitución de la asistencia del presidente y abogado independiente. 	<ol style="list-style-type: none"> Reglamentación del CONASSIF. Autorregulación de la BNV. Autorregulación de la BNV.
Deuda Pública	<ol style="list-style-type: none"> Acuerdos para la coordinación entre emisores soberanos. Designación de una persona que se encargue de la gestión, coordinación y comunicación del Plan de Ruta al interior del MH. Creación de comité de mercado de deuda pública. Apertura efectiva del mercado primario. 	<ol style="list-style-type: none"> Acuerdo entre el MH y BCCR. Acto administrativo del MH Reglamentación del MH y BCCR. Reglamentación del BCCR.
Bonos y vehículos de inversión colectiva	<ol style="list-style-type: none"> Oferta restringida. Revisar y ajustar la reglamentación de los procesos de titularización, Fondos de Capital de Riesgo y de fideicomisos de inversión en infraestructura. 	<ol style="list-style-type: none"> Reglamentación del CONASSIF. Reglamentación del CONASSIF.
Acciones	<ol style="list-style-type: none"> Oferta Restringida. Inicio del estudio del Ecosistema Accionario. Revisar y ajustar la reglamentación de los procesos de los Fondos de Capital de Riesgo. 	<ol style="list-style-type: none"> Reglamentación del CONASSIF. Acuerdo entre BNV, SUGIVAL y Gobierno. Reglamentación del CONASSIF.

Compensación y Liquidación	<ol style="list-style-type: none"> 1. Dar acceso a los custodios a la liquidación en forma efectiva. 2. Anotación de la totalidad de la Deuda. Pública en el sistema de anotación del BCCR 3. Transmisión de información desde la BNV al BCCR de la totalidad de las operaciones desde la fecha de su celebración. 4. Definir los modelos de compensación y liquidación para los mercados. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. SUGEVAL, BNV y Custodios. 2. Instrucción del BCCR 3. Acuerdo del BCCR. 4. Acuerdo de BCCR, Reglamentación del CONASSIF y Reglamentos de la BNV
----------------------------	--	--

CARTA GANTT GENERAL: Se presenta como anexo un Carta Gantt General, en el que se relaciona todos los planes propuestos organizados en la misma forma temática del presente documento y se les asigna el plazo de implementación a partir del nivel de exigencia regulatoria, en tres segmentos de tiempo, hasta seis (6) meses, hasta dos (2) años y hasta cinco (5) años.

4. AGRADECIMIENTOS

El Grupo Asesor quiere hacer expreso su agradecimiento al Grupo Gestor de esta iniciativa, liderados por el Segundo Vicepresidente de la República don Luis Liberman y al Presidente del Banco Central de Costa Rica don Rodrigo Bolaños, por el gran aporte y apoyo prestado para el cumplimiento de los objetivos propuestos en esta Asistencia Técnica.

También nuestro agradecimiento a todas las personas que en su calidad de autoridades y de actores del mercado, nos concedieron su tiempo y compartieron generosamente sus conocimientos en las innumerables reuniones sostenidas para elaborar esta propuesta de Plan de Ruta, motivados todos por el objetivo de la Misión.

Igualmente agradecemos al señor Julio Rosales Tijerino asesor de la Presidencia del Banco Central de Costa Rica y al señor Elian Villegas asesor legal en materia de valores, quienes con su invaluable apoyo y gestión nos permitieron la realización de tan importante trabajo.