

**SUPERINTENDENCIA GENERAL DE VALORES
SUGEVAL**

INFORME FINAL DE GESTIÓN

**Eddy Rodríguez Céspedes
Intendente General de Valores**

Octubre 2014

TABLA DE CONTENIDOS

I. PRESENTACIÓN.....	
II. LABOR INSTITUCIONAL.....	
III. RESULTADOS DE LA GESTIÓN.....	
IV. TEMAS PENDIENTES.....	

I. PRESENTACIÓN

De conformidad con el Artículo 7 del Acta de Sesión 105-99 del 19 de julio de 1999 del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif), inicié labores como Intendente General de Valores el día 16 de agosto del 1999.

A continuación presento mi informe final de la gestión que desempeñé durante los 15 años que fungí como Intendente General de Valores. Este informe se presenta de conformidad con lo dispuesto en:

- El Artículo 12, inciso e de la Ley No. 8292 - Ley General de Control Interno, publicada en el Diario Oficial La Gaceta el día 4 de septiembre del 2002.
- La Directriz D-1-2005-CO-DFOE – “Directrices que deben observar los funcionarios obligados a presentar el informe final de su gestión, según lo dispuesto en el inciso e) del Artículo 12 de la Ley General de Control Interno”, emitidas por la Contraloría General de la República, publicada en La Gaceta el día 7 de julio del 2005.
- Las “Directrices complementarias al informe final de gestión establecido en la Ley General de Control Interno”, aprobadas por el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero mediante Artículo 16 del Acta de la Sesión 534-2005, celebrada el 27 de octubre del 2005.

Este documento presenta los principales logros de mi gestión como Intendente, sin pretender ser exhaustivo en todos los temas o sus dimensiones. Todas las labores realizadas fueron fruto del trabajo en equipo de los funcionarios de las diferentes Divisiones, Departamentos y Áreas de la institución, cuyo apoyo fue clave en la consecución de los diferentes objetivos.

II. LABOR INSTITUCIONAL

La Superintendencia General de Valores (Sugeval) tiene como objeto velar por la transparencia de los mercados de valores, la formación correcta de los precios en ellos, la protección de los inversionistas y la difusión de información necesaria para asegurar la consecución de estos fines.

La Sugeval fue creada por la Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV), Ley N° 7732, que entró en vigencia el 27 de marzo de 1998 y vino a sustituir a la hasta entonces existente Comisión Nacional de Valores (CNV), heredando sus activos y funcionarios. La CNV había sido creada el 29 de octubre de 1990, cuando entró en vigencia la primera Ley Reguladora del Mercado de Valores (LRMV de 1990), Ley N° 7201. Con esa ley se estableció un marco jurídico que dio gran peso a la autorregulación, en consonancia con la realidad del mercado de valores costarricense que, en ese momento, contaba con una bolsa de valores (Bolsa Nacional de Valores-BNV) que tenía cerca de 14 años de existir.

La LRMV de 1998 crea la Sugeval y la fortalece con respecto a la CNV. Crea además el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero (Conassif) y las figuras del Superintendente y del Intendente General de Valores, que el Conassif nombra por un período de cinco años y que pueden ser relegidos cuantas veces lo acuerde el Consejo.

Con el fin de cumplir con los objetivos estipulados en la Ley 7732, la Sugeval regula, supervisa y fiscaliza los mercados de valores; la actividad de las personas físicas o jurídicas que intervienen directa o indirectamente en ellos; y los actos o contratos relacionados con ellos.

En el marco de lo anterior, las principales actividades que realiza la Superintendencia son:

- Elaborar y someter a la consideración del Conassif los proyectos de reglamento que le corresponda dictar a la Superintendencia.
- Ejecutar los reglamentos y acuerdos del Conassif.
- Autorizar el funcionamiento de los sujetos fiscalizados y la oferta pública de valores en el país.
- Supervisar e imponer a las entidades fiscalizadas las medidas precautorias y las sanciones previstas en la Ley.
- Exigir a los sujetos fiscalizados toda la información razonablemente necesaria para cumplir adecuadamente con sus funciones supervisoras del mercado de valores.
- Difundir adecuadamente y poner a disposición de los inversionistas la información necesaria para la toma de sus decisiones.

El Superintendente constituye el máximo jerarca administrativo de la Superintendencia; tiene su representación legal; y le corresponde organizar la Institución y velar por su buen funcionamiento; es su deber proponerle al Conassif tanto la reglamentación del mercado, así como las autorizaciones de oferta pública; e imponer las sanciones a las entidades reguladas por la Superintendencia. Específicamente, según el Artículo 8 de la LRMV, al Superintendente corresponden las siguientes funciones:

“ ...

- a) Ejercer, en nombre y por cuenta del Banco Central de Costa Rica, la representación judicial y extrajudicial de dicho Banco para las funciones propias de su cargo, con atribuciones de apoderado generalísimo sin límite de suma. Podrá delegar poderes en los intendentes u otros funcionarios de la Superintendencia, conforme a las normas dictadas por el Consejo Nacional.
- b) Someter a la consideración del Consejo Nacional los proyectos de reglamento que le corresponda dictar a la Superintendencia, de acuerdo con esta ley, así como los informes y dictámenes que este Consejo requiera para ejercer sus atribuciones.

- c) Presentar al Consejo Nacional un informe semestral sobre la evolución del mercado de valores y la situación de los entes supervisados.
- d) Imponer, a las entidades fiscalizadas, las medidas precautorias y las sanciones previstas en el título IX de esta ley, salvo las que le corresponda imponer al Consejo Nacional.
- e) Ejecutar los reglamentos y acuerdos del Consejo Nacional.
- f) Ejercer las potestades de jerarca administrativo de la Superintendencia y agotar la vía administrativa en materia de personal. Tratándose del personal de la auditoría interna, el Superintendente deberá consultar al auditor interno.
- g) Aprobar los estatutos y reglamentos de bolsas de valores, sociedades de compensación y liquidación, centrales de valores y sociedades clasificadoras de riesgo. El Superintendente podrá suspender temporalmente estos reglamentos, modificarlos o revocarlos cuando sea necesario para proteger al público inversionista o tutelar la libre competencia, conforme a los criterios generales y objetivos que definan los reglamentos dictados por el Consejo Nacional.
- h) Autorizar las disminuciones y los aumentos de capital de bolsas, centrales de valores, sociedades administradoras de fondos de inversión, sociedades de compensación y liquidación y demás personas jurídicas sujetas a su fiscalización, salvo las entidades fiscalizadas por la Superintendencia General de Entidades Financieras, los emisores y puestos de bolsa. La autorización para disminuir y aumentar el capital de los puestos de bolsa corresponderá a las bolsas, las cuales deberán exigir el cumplimiento de los requisitos de capital establecidos reglamentariamente por el Consejo Nacional para los puestos de bolsa.
- i) Establecer las normas relativas al tipo y tamaño de la letra de los títulos y el lugar, dentro del documento, para ubicar la leyenda citada en el segundo párrafo del artículo 13 de la presente ley.
- j) Adoptar todas las acciones necesarias para el cumplimiento efectivo de las funciones de autorización, regulación, supervisión y fiscalización que le competen a la Superintendencia según lo dispuesto en esta ley.
- k) Autorizar el funcionamiento de los sujetos fiscalizados y la realización de la oferta pública e informar al Consejo Nacional sobre tales actos.
- l) Exigir, a los sujetos fiscalizados, toda la información razonablemente necesaria, en las condiciones y periodicidad que determine, por reglamento el Consejo Nacional, para cumplir adecuadamente con sus funciones supervisoras del mercado de valores. Para ello, sin previo aviso podrá ordenar visitas de auditoría a los sujetos fiscalizados. La Superintendencia podrá realizar visitas de auditoría a los emisores, con el fin de aclarar la información de las auditorías. Sin embargo, cuando el emisor coloque valores en ventanilla, la Superintendencia podrá inspeccionar los registros de las colocaciones de los emisores y dictar normas sobre la manera de llevarlos.

- m) Exigir, a los sujetos fiscalizados, información sobre las participaciones accionarias de sus socios, miembros de la junta directiva y empleados, hasta la identificación de las personas físicas titulares de estas participaciones y hacerla pública a partir del porcentaje que disponga reglamentariamente el Consejo Nacional.
- n) Exigir mediante resolución motivada, a los sujetos fiscalizados, sus socios, directores, funcionarios y asesores, información relativa a las inversiones que, directa o indirectamente, realicen en valores de otras entidades que se relacionan con los mercados de valores, en cuanto se necesite para ejercer sus funciones supervisoras y proteger a los inversionistas de los conflictos de interés que puedan surgir entre los participantes en el mercado de valores.
- ñ) Exigir, a los sujetos fiscalizados, el suministro de la información necesaria al público inversionista para cumplir con los fines de esta ley.
- o) Suministrar al público la más amplia información sobre los sujetos fiscalizados y la situación del mercado de valores, salvo la relativa a las operaciones individuales de los sujetos fiscalizados, que no sea relevante para el público inversionista, según lo determine el Consejo Nacional mediante reglamento.
- p) Velar por la libre competencia en los mercados de valores y denunciar, ante la Comisión de la Promoción de la Competencia, la existencia de prácticas monopolísticas.
- q) Solicitar al Consejo Nacional la suspensión, intervención y revocación de la autorización del funcionamiento de los entes supervisados y la suspensión o revocación de la autorización de la oferta pública. ...”

Por su parte, de acuerdo con la citada Ley corresponde al Intendente General de Valores asumir las labores delegadas por el Superintendente General de Valores y asumir la dirección de la Institución en su ausencia.

En mi caso, como antes se indicó, trabajé durante 3 periodos como Intendente desde el año 1999, durante los cuales asumí mis labores al lado de los siguientes superintendentes:

- Adolfo Rodríguez Herrera, del 6 de abril de 1998 al 6 de abril del 2003 y del 6 de abril del 2003 al 24 de diciembre del 2004.
- Danilo Montero Rodríguez, del 28 de marzo del 2005 al 8 de marzo del 2007.
- Juan José Flores Sittenfeld, del 3 de julio del 2007 al 3 de julio del 2012.
- Carlos Aria Poveda, del 4 de julio del 2012 a la fecha.

III. RESULTADOS DE LA GESTIÓN

Desde 1999, cuando inicié labores se ha dado una gran transformación del mercado de valores determinada por la estrategia de organización y funcionamiento contenida en la Ley Reguladora del Mercado de Valores. Es así como, bajo el entonces nuevo marco

legal y regulatorio, surgieron nuevos instrumentos financieros como los fondos financieros e inmobiliarios, las titularizaciones, los vehículos de propósito especial que pueden utilizarse para el financiamiento de proyectos y los contratos de diferencia que son una forma de contrato forward para el tipo de cambio.

Mercados	Instrumentos financieros	Participantes
<input type="checkbox"/> Mercado primario	<input type="checkbox"/> Acciones	<input type="checkbox"/> Inversionistas
<input type="checkbox"/> Mercado secundario	<input type="checkbox"/> Deuda pública	<input type="checkbox"/> Emisores soberanos
	<input type="checkbox"/> Deuda corporativa	<input type="checkbox"/> Emisores no soberanos
	<input type="checkbox"/> Participaciones fondos cerrados	<input type="checkbox"/> Proveedores de servicios a los emisores
	<input type="checkbox"/> Participaciones fondos abiertos	<input type="checkbox"/> Proveedores de servicios a los inversionistas
	<input type="checkbox"/> Titularizaciones	<input type="checkbox"/> Proveedor de servicios al mercado
	<input type="checkbox"/> Emisiones vehículos de propósito especial	
	<input type="checkbox"/> Contratos de diferencia	

Tras la emisión de la nueva normativa, también aparecieron nuevos participantes que proveen servicios a los emisores y a los inversionistas; en particular, cabe resaltar a las sociedades administradoras de fondos de inversión para la gestión de portafolios colectivos, los proveedores de precios para la valoración de las carteras y los custodios bancarios que protegen la tenencia de valores. Otros participantes que también surgieron en este periodo, aunque no son regulados, son los estructuradores de emisiones y los asesores de inversión independientes. Por otra parte, se fortaleció el papel que jugaban los auditores externos y las calificadoras de riesgo mediante nuevas regulaciones que siguen estándares internacionales.

Finalmente, los sistemas de negociación, compensación y liquidación, así como el sistema de custodia y anotación en cuenta, han visto cambios significativos a lo largo de estos 15 años, en parte como resultado de los cambios legales y regulatorios, y han contribuido a darle una mayor seguridad y eficiencia a la compra-venta y tenencia de valores por parte de los inversionistas.

Internamente, en la Superintendencia se han dado cambios no menos dramáticos en este periodo. La emisión de normativa, si bien ha pasado por diferentes esquemas de organización, sigue un riguroso proceso de estudio de mejores prácticas internacionales

y de discusión interna y externa, aunado a un conocimiento del objeto de regulación que es más sólido que el que se tenía hace 15 años. Por su parte, la supervisión ejercida sobre las entidades reguladas a inicios de mi gestión (únicamente puestos de bolsa) era de carácter financiero, semejante a una auditoría externa. La supervisión del mercado era por inspección visual de las pantallas de negociación de la Bolsa. Se carecía de un sistema de alarmas con cálculos automáticos de desviaciones. Al presente, se utilizan principios y procedimientos de supervisión basada en riesgo y se cuenta con un sistema electrónico de alarmas para las transacciones en el mercado. En cuanto a la labor de cumplimiento, hace 15 años se carecía de procesos definidos y de experiencia práctica. Actualmente, se tienen apropiadamente documentado en el Sitio de Calidad los procesos relativos a cumplimiento y se cuenta con un bagaje importante en esta materia. Otra labor de la Superintendencia a la que se le ha dado un gran empuje a lo largo de los años es el de la educación financiera, de la cual se hace una reseña más adelante.

A continuación se detallan algunos aspectos, que por ser más recientes y relevantes, merecen ser resaltados:

1. Proceso de integración de las bolsas de Costa Rica, El Salvador y Panamá

Los procesos de integración financiera han avanzado rápidamente en el mundo. Centroamérica no ha sido la excepción. Usualmente, la integración se da a través de la adquisición de intermediarios bancarios y otras entidades de grupos financieros, como puestos de bolsa, sociedades administradoras de fondos de inversión, operadoras de pensiones y bancos. Sin embargo, en el mercado de valores los procesos de regionalización pueden incluir otras dimensiones como la integración en cuanto a instrumentos financieros de oferta pública, los sistemas de negociación, compensación y liquidación y los sistemas de custodia y anotación en cuenta.

Para avanzar en este tipo de procesos regionales y evitar situaciones de desprotección o arbitrajes regulatorios entre países, es fundamental contar con un cierto grado de uniformidad en las prácticas de supervisión y regulación entre países. Así, con el fin de contar con estándares regulatorios y de supervisión de aplicación uniforme entre países de la región, en particular de El Salvador, Costa Rica y Panamá, y que reflejaran las mejores prácticas internacionales, en noviembre del 2010 se formalizó con el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) un proyecto de ayuda no reembolsable bajo la categoría de Bien Público Regional en el marco del convenio entre el Banco y la Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano (SECMCA) .

Dicho proyecto tuvo tres componentes: Oferta Pública de Valores, Negociación, Compensación y liquidación de valores, y Actuación de operadores bursátiles. Para cada uno de esos componentes se contó con el apoyo y la participación de las áreas de Oferta Pública y de Supervisión de Mercados e Intermediarios.

En lo que a Oferta Pública se refiere, el proyecto identificó la necesidad de establecer un mecanismo que permita a los emisores de otros países ofrecer valores al público en cualquiera de esos tres mercados de una forma ágil, transparente y oportuna, sin menoscabar la calidad y oportunidad de la información que está a disposición de los inversionistas y evitando arbitrajes regulatorios.

Con respecto al componente Operadores Bursátiles, se tomó como referencia los documentos relevantes en materia de principios emitidos tanto por IOSCO como por la Autoridad Europea de Mercados y Valores (European Securities and Markets Authority, ESMA). De forma complementaria también se tuvo en cuenta los estándares de mercados de mayor avance relativo como son los que conforman el Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Se propusieron algunas áreas de mejora para los intermediarios de los tres países y la necesidad de poder permitir la operación local de puestos de bolsa de otros países.

En relación con el componente Compensación y Liquidación, se llevó a cabo un diagnóstico de la situación actual de los tres países involucrados y del cumplimiento de estándares regionales de referencia basados en las mejores prácticas internacionales, fundamentalmente de IOSCO que en esta materia sigue los principios para sistemas de pagos de Basilea. Se propuso un plan de acción para cada país para mejorar el grado de cumplimiento de los principios de IOSCO.

2. Compensación y liquidación

Uno de los temas fundamentales para el desarrollo de los mercados de valores es contar con esquemas de compensación y liquidación que sean sólidos, transparentes y confiables para llevar a cabo las transacciones que se generen en estos.

A partir del año 2009 se emitió regulación en esta materia. Adicionalmente, como parte de la agenda de trabajo del Consejo de Desarrollo del Mercado de Capitales (CDM) se encomendó a un comité integrado por funcionarios del Sistema Nacional de Pagos Electrónicos (SINPE), de la Bolsa Nacional de Valores y la Superintendencia General de Valores que analizara la situación del sistema de compensación y liquidación de valores, para mejorar la gestión de riesgos. Se realizaron las siguientes actividades:

- Mapeo sobre la operativa del sistema de compensación y liquidación de valores en Costa Rica.
- Análisis comparativo del caso de Costa Rica frente a los sistemas de compensación y liquidación de México y Colombia.
- Taller sobre análisis y supervisión de la liquidez en los sistemas de pago de alto valor.

Además se contó con una asistencia técnica del Fondo Monetario Internacional (FMI) que analizó el sistema de compensación y liquidación en julio del 2013 y realizó una serie de recomendaciones para mejorar su funcionamiento.

Como resultado de estas actividades y con la aprobación del CDM se han llevado a cabo prácticamente todas las acciones que habían sido propuestas. De esta manera, se logró eliminar a partir de octubre del 2013 las incidencias que provocaban atrasos en el proceso de compensación y liquidación y mejorar la información de que disponen las entidades involucradas. No obstante, es importante que se logre atender la última recomendación pendiente, que consiste en permitir que se ejecute más de un archivo de liquidación de valores al día. Esto permitirá que eventualmente se excluyan operaciones con incidencias y así evitar el atraso de la liquidación de bolsa y que se generen riesgos sistémicos.

3. Supervisión basada en riesgo

Con el apoyo de reguladores de Estados Unidos, Colombia y México, la Superintendencia General de Valores adoptó desde el 2008 una serie de medidas para que sus procesos de supervisión in situ y a distancia se orientaran a identificar, medir y valorar la gestión de los riesgos de los puestos de bolsa y las sociedades administradoras de fondos de inversión.

Sin embargo, la adopción de dichas medidas no respondió a una visión integral de gestión de riesgos ni su aplicación fue consistente en las distintas áreas de la organización ni a los diversos tipos de entidades reguladas. En razón de lo anterior, se solicitó asistencia técnica al Fondo Monetario Internacional (FMI) para que revisara las prácticas de supervisión e infraestructura de apoyo de la SUGEVAL y para que desarrollara un plan estratégico para implementar un modelo de supervisión basado en riesgo (SBR). La consultora, Andrea Corcoran, realizó una visita al país del 2 al 11 de diciembre del 2013. El documento fue finalmente remitido en marzo del 2014 y presentado al CONASSIF el 22 de abril pasado. Dicho documento contiene el plan de acción vigente y los objetivos establecidos son los siguientes:

- Desarrollar una supervisión in situ más oportuna y con un alcance apropiado para atender vulnerabilidades de las entidades y los riesgos de amplia difusión
- Dar una guía proactiva a entidades supervisadas para que mejoren controles y adopten las mejores prácticas
- Evaluar la eficacia o necesidad de cambios en límites o requisitos regulatorios
- Aplicar SBR a los grupos financieros a través de una mejor coordinación y consistencia en el enfoque entre superintendencias

La SBR no sustituye la verificación del cumplimiento de requisitos y controles para detectar y sancionar conductas de mercado como la manipulación de precios y los conflictos de interés. Asimismo, se mantiene la necesidad de verificar el cumplimiento de los requisitos de capital.

Por otra parte, la SBR en el mercado de valores difiere del enfoque que se sigue en otros ámbitos como en la industria bancaria por el énfasis que se debe hacer en los riesgos de mercado y de liquidez y en la relación de estos con el riesgo de crédito, así como en la importancia que tiene la revelación de información de manera inmediata.

El mercado de valores costarricense tiene a su vez particularidades notables a las que el modelo de SBR que se aplique debe ajustarse. La importancia relativa de la figura del reporto como instrumento de inversión, la iliquidez del mercado y el proceso de formación de precios en conjunto con la valoración de carteras pueden tener consecuencias sistémicas que deben ser tomadas en cuenta dentro del modelo.

Según personal del FMI, la asistencia técnica dará inicio en el 2015, por lo que la implementación de la supervisión basada en riesgo se extendería hasta el 2017 de conformidad con el plan de acción.

4. Educación financiera

En línea con la misión de protección al inversionista establecida por Ley a la SUGEVAL, la Institución ha venido desarrollando un conjunto de esfuerzos de información, orientación y educación, enfocados en distintos públicos.

A partir del año 2006, se redoblaron los esfuerzos educativos con el fin de acercar los mercados de valores a la población y de permitirles una mejor comprensión de estos, su funcionamiento, los productos y servicios disponibles, sus características y riesgos, con el fin de que el público pudiera tomar mejores decisiones de inversión. Los aspectos más relevantes del programa de actividades son, entre otros esfuerzos, los siguientes:

Jornadas de Educación Financiera

En el año 2005 se dio inicio al programa de Jornadas del Inversionista, las cuales fueron remozadas a partir del año 2013, bajo el nombre de Jornadas de Educación Financiera, con el fin de involucrar a las cuatro Superintendencias en el esfuerzo, con charlas sobre temas de banca, pensiones, seguros y valores.

Dichas Jornadas son charlas de asistencia totalmente libre, en las cuales se presentan temas relacionados con los mercados financieros en un lenguaje claro y sencillo, de acuerdo con un calendario anual.

Del año 2005 al 2013 se han efectuado alrededor de 60 actividades, con una participación aproximada de 8.000 personas.

Campeonato de Inversionistas Universitarios

Desde el 2008 se ha efectuado anualmente el Campeonato de Inversionistas Universitarios.

El Campeonato, organizado en conjunto con la Bolsa Nacional de Valores, con el apoyo financiero de los participantes del mercado de valores, consiste en un juego de bolsa virtual dirigido a la población universitaria. Los participantes reciben un portafolio de \$100.000 virtuales y a lo largo del juego deben tomar decisiones de inversión con información real de los mercados de valores durante 10 semanas. En la plataforma del juego pueden seleccionar entre alrededor de 300 opciones del mercado local e internacional.

Para el año 2013 se innovó en el juego, al permitir el acceso desde dispositivos móviles a los participantes.

Como reconocimiento al esfuerzo de los participantes, al final de cada juego los 10 estudiantes que tienen el mejor desempeño reciben computadoras portátiles como premio.

Durante todos estos años, alrededor de 10.000 jóvenes han tenido un acercamiento entretenido e innovador con los mercados de valores.

Campeonato Bursátil Intercolegial

Con una estructura muy similar al torneo dirigido a los universitarios, desde el año 2012 se lleva a cabo el Campeonato Bursátil Intercolegial. Esta iniciativa, realizada en conjunto con la Bolsa Nacional de Valores y con el apoyo del Ministerio de Educación Pública, está enmarcada dentro del objetivo de fortalecer la cultura financiera de la población joven y fomentar el ahorro y la inversión en los mercados de valores, como mecanismo impulsor del desarrollo económico del país.

Los participantes juegan a invertir por medio del manejo de un portafolio virtual de US\$100.000,00 y deben tomar decisiones con información real de los mercados de valores durante un periodo de 4 semanas.

Este campeonato contempla un proceso de capacitación a los docentes en los temas financieros y del mercado de valores, con el fin de facilitar y generar un mayor impacto en el proceso de transmisión de conocimientos a los estudiantes.

Durante las 3 ediciones de este torneo alrededor de 3.000 colegiales han experimentado el mundo de las inversiones.

Cursos Libres

Con el fin de abarcar a otras poblaciones, desde el año 2007 se imparten los Cursos Libres en la Universidad de Costa Rica, en enero y julio, sobre diferentes temas relacionados con los mercados de valores y más recientemente con el sistema financiero en general.

A lo largo de dos semanas, duración de dichos cursos, los participantes reciben charlas diseñadas especialmente para ellos, en un lenguaje claro y sencillo, con el fin de acercar al público a los mercados de valores. Al finalizar el curso, la Universidad expide a cada asistente un certificado de participación.

Charlas a universitarios fuera del área metropolitana

Con frecuencia se atienden solicitudes de charlas sobre diversos temas relacionados con el mercado de valores de instituciones universitarias.

Adicionalmente, con el fin de alcanzar a otras poblaciones, se organiza al menos una vez al año una visita a las instalaciones de una universidad fuera del Gran Área Metropolitana.

Otras actividades de información y orientación al público

La SUGEVAL participa en actividades para informar y orientar a diferentes públicos sobre los temas del mercado de valores. Ejemplo de ello es la celebración internacional del Movimiento Child and Youth. Dicho evento forma parte de la Semana Global del Dinero, el cual llega a más de 18 millones de niños y jóvenes de todo el orbe y tiene como meta lograr que 100 millones de esta población, en 100 países, tengan y manejen una cuenta de ahorros para el 2015.

Adicionalmente, el 15 de marzo se participa, en conjunto con otras Superintendencias, en la celebración del Día Mundial del Consumidor organizada en el país por el Ministerio de Economía. Durante el mes de octubre se participa activamente en la Feria de Educación Financiera organizada por la Cámara de Bancos en conmemoración del Día Mundial del Ahorro. En todas estas actividades se entrega material informativo sobre el mercado de valores, sobre las opciones que este ofrece y sobre los deberes y derechos de los inversionistas.

Campaña sobre el buen uso del aguinaldo

Con el fin de informar y orientar a la población sobre el buen uso del dinero, de manera coordinada entre el CONASSIF y las cuatro Superintendencias se lleva a cabo desde el año 2010 una campaña sobre el uso del aguinaldo mediante avisos en prensa escrita, así como charlas para dar al público herramientas para gestionar mejor su dinero.

A estas actividades asisten alrededor de 100 personas, a quienes se les proporciona material informativo sobre las diferentes industrias que conforman el sistema financiero y se contó con el apoyo de colaboradores de las cuatro Superintendencias para atender sus consultas.

Estrategia Nacional de Educación Financiera

Desde el año 2013, a instancia del Conassif, las cuatro Superintendencias (banca, valores, pensiones y seguros) se unieron en un esfuerzo de alcance mayor para diseñar una Estrategia Nacional de Educación Financiera, la cual fue aprobada en diciembre de ese mismo año.

De previo a la definición de la estrategia se llevaron a cabo tres esfuerzos a cargo de un equipo técnico conformado por colaboradores de las cuatro Superintendencias y coordinado por la SUGEVAL, que aportó al Comité de Alto Nivel tres informes sobre:

- Análisis comparativo de las experiencias internacionales de estrategias nacionales de educación financiera.
- Inventario de las acciones y proyectos existentes en la materia a nivel nacional.
- Diagnóstico del grado de cultura financiera de la población costarricense sobre la base de estudios y análisis disponibles.

5. Control Interno y Valoración del Riesgo Institucional

Con el fin de atender lo dispuesto por la Ley General de Control Interno No.8292, desde el año 2003 se ha realizado anualmente la autoevaluación del sistema de control interno en cada una de las áreas de esta Superintendencia.

La autoevaluación del sistema de control interno se aplica en todas las unidades de la Institución y cada año se hace un énfasis especial en uno de los componentes del sistema de control interno. La autoevaluación está diseñada para que las medidas que el área considera que puede resolver se establezcan como compromisos adquiridos con un plazo y responsables determinados. Existen temas sobre los cuales las unidades consideran que no tienen autoridad para definir, ya que son temas institucionales y

pasan a formar parte del informe brindado al Despacho, con el fin de que determine las acciones a seguir. Además, todas las áreas de la Institución cada año toman un proceso diferente de su dependencia para evaluarlo desde el punto de control interno, dando como resultado medidas muy concretas para fortalecer el sistema de control interno.

Desde mi cargo de Intendente, se coordinaron las labores relacionadas con la autoevaluación del Control Interno, lo cual incluye desde la revisión anual del cuestionario empleado para ello hasta el seguimiento periódico de las medidas asignadas por el Despacho.

Además se ha procurado que las unidades asignen las medidas internas al igual que las medidas asignadas por el Despacho por medio del sistema automatizado Gestor Institucional de Tareas (GIT), logrando dar un seguimiento continuo. Desde el año 2008, los seguimientos toman en cuenta todas las medidas pendientes independientemente del año que se generaron. Según los resultados del último seguimiento anual realizado (2013), el 85% de la totalidad de las medidas generadas por la autoevaluación en la Sugeval ya habían sido completamente atendidas.

En relación con el Sistema Específico de Evaluación del Riesgo Institucional (SEVRI), proceso que permite identificar, analizar, evaluar, administrar, y comunicar los riesgos institucionales relevantes, éste se implementó por primera vez en el año 2006 y tiene su sustento en la Ley General de Control Interno N° 8292[1] y en las Directrices Generales para el Establecimiento y Funcionamiento del Sistema Específico de Valoración del Riesgo Institucional (SEVRI) de la Contraloría General de la República[2]. Además, las Superintendencias y el Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero cuentan con las políticas, lineamientos generales y norma interna de evaluación emitidas por dicho Consejo el 3 de octubre del 2008.[3] En adición a lo anterior, la Sugeval emitió en octubre del 2011 las “Políticas sobre Valoración del Riesgo Institucional” para su implementación a nivel interno.

A partir del año 2008 la implementación del SEVRI pasó a realizarse de manera anual (antes se realizaba cada dos años). Dado lo anterior, durante mi gestión como Intendente se han realizado un total de 8 evaluaciones. Asimismo, este proceso ha sido revisado y adaptado en el Sitio de Calidad de la Sugeval según se ha ido adaptando y perfeccionando. Esta plataforma permite representar los procesos institucionales de una manera dinámica y clara y es de acceso a todos los funcionarios de la institución.

Desde la posición de Intendente, he participado activamente en este proceso mediante la revisión de las medidas propuestas por las unidades cada año y definición de las medidas de administración a implementar, así como la asignación de responsables y establecimiento de plazos. En el caso de las medidas de administración concluidas, se ha coordinado una evaluación de la eficiencia de estas y en caso necesario, la

[1] Ley General de Control Interno, N° 8292 del 27 de agosto del 2002, publicada en La Gaceta N° 169 del 04 de septiembre del 2002. Entró en vigencia en esa misma fecha.

[2] Directrices Generales para el Establecimiento y Funcionamiento del Sistema Específico de Valoración del Riesgo Institucional (SEVRI), D-3-2005-CO-DFOE, Contraloría General de la República, publicada en La Gaceta N° 134 del 12 de julio del 2005. Fecha de entrada en vigencia: 01 de marzo del 2006.

[3] Sistema Específico de Valoración de Riesgos del Sistema Financiero (SEVRI) del Consejo Nacional de Supervisión del Sistema Financiero y de las Superintendencias, aprobado por el CONASSIF mediante el Artículo 12 del acta de la sesión 748-2008, celebrada el 3 de octubre del 2008.

aplicación de nuevas medidas. El detalle de las medidas derivadas de los procesos de evaluación del SEVRI, así como el de las concluidas, ha sido remitido anualmente al Conassif en los respectivos informes a partir del 2008.

Desde el año 2013 se dio inicio a un proceso de fortalecimiento de la gestión del riesgo institucional, que pretende desarrollar una cultura institucional de riesgos y por ende un mayor involucramiento del personal, pero sobretodo, hacer de este un proceso eficiente de valor para la organización, que proporcione insumos para la toma de decisiones. Para ello, se han definido una serie de cambios a la metodología y se han establecido nuevas políticas, cuyos resultados serán palpables a partir de la valoración del año 2015.

6. Seguimiento de las recomendaciones de la Auditoría Interna y de los encargos del Conassif

Con el fin de dar atención oportuna a las recomendaciones efectuadas por la Auditoría Interna y de los encargos definidos por el Conassif, durante mi gestión se trabajó en la implementación de controles para el adecuado monitoreo y seguimiento estas. Para ello, se han establecido informes internos de seguimiento mensual basados en los insumos que proporciona la herramienta denominada Gestor Institucional de Tareas (GIT), mediante los cuales se coordina con las áreas definidas como responsables de la atención de las recomendaciones y de las asignaciones efectuadas por el Consejo. Adicionalmente, en atención a lo que dispone la Auditoría, se remite un informe semestral del avance de las recomendaciones, el cual se remite a dicho Órgano de Control.

7. Desarrollo de normativa del mercado de valores

Durante mi gestión y conforme los lineamientos establecidos por el Conassif y por cada uno de los Superintendentes se dio énfasis a diferentes enfoques regulatorios, siempre con el objetivo de proporcionar a los participantes normas claras para propiciar el surgimiento de nuevas figuras que permitieran dinamizar el mercado dentro de un marco de transparencia e igualdad de condiciones para todos los participantes.

En cada una de las memorias institucionales se refleja la orientación normativa de la Superintendencia, desde un enfoque de emisión de toda la regulación del mercado de valores surgido en el año 1998, a partir de la creación de la Sugeval. Los principales reglamentos en cuya emisión participé durante todo el periodo son:

- Reglamento General sobre sociedades administradoras y fondos de inversión
- Reglamento sobre procesos de titularización
- Reglamento sobre oferta pública de valores
- Reglamento sobre financiamiento de proyectos de infraestructura
- Reglamento sobre calificación de valores y sociedades calificadoras de riesgo
- Reglamento del sistema de anotación en cuenta
- Reglamento de custodia
- Reglamento de compensación y liquidación de valores
- Reglamento de bolsas de valores
- Reglamento sobre valoración de instrumentos financieros

- Reglamento sobre políticas de prevención de uso indebido de información privilegiada
- Reglamento sobre gestión de riesgo
- Reglamento sobre el suministro de información periódica, hechos relevante y otras obligaciones de información
- Reglamento sobre el Registro Nacional de Valores e Intermediarios
- Reglamento de auditores externos
- Normativa para el cumplimiento de la Ley 8204

V. TEMAS PENDIENTES

La evolución del mercado de valores, entendido éste en un sentido amplio compuesto por los instrumentos financieros de oferta pública, los distintos participantes y la infraestructura del mercado, ha sido determinante para el quehacer de la Superintendencia porque define el alcance y la intensidad de la regulación y supervisión a partir del mandato de la Ley Reguladora del Mercado de Valores. Por ello, aunque velar por el desarrollo del mercado no es un objetivo de la Ley, el comportamiento del mercado en el sentido referido anteriormente fue relevante para la Superintendencia en el pasado y lo continúa siendo.

En general, se puede caracterizar la evolución de los mercados de valores en economías emergentes como un proceso que parte del desarrollo del mercado de deuda pública.



El emisor soberano usualmente recurre en un inicio a “dealers” primarios que son intermediarios que adquieren de primera mano las emisiones de deuda pública para colocarlas entre inversionistas. Conforme evoluciona el mercado, el emisor requiere más bien de “creadores de mercado” que coticen precios de compra y venta en un mercado de mostrador “OTC” para darles liquidez a sus emisiones. Para el funcionamiento de este esquema se requiere forzosamente el apoyo del emisor soberano, el cual logra con ello disminuir la prima de liquidez que paga sobre sus emisiones, especialmente cuando se alargan los plazos. Otros elementos clave para el desenvolvimiento ordenado de este mercado son una estructura robusta de compensación y liquidación, un mercado de reportos en el que participen los intermediarios y bancos y un marco legal y regulatorio para la supervisión del mercado y sus participantes¹.

Sobre esta base, los emisores de deuda corporativa encuentran una infraestructura que les permite colocar sus emisiones, darles liquidez y obtener precios de referencia para sus emisiones. También sobre esta base se desarrolla el mercado accionario, aunque es más común que surjan intermediarios bursátiles que comisionan por efectuar transacciones entre terceros, en lugar de transar por cuenta propia.

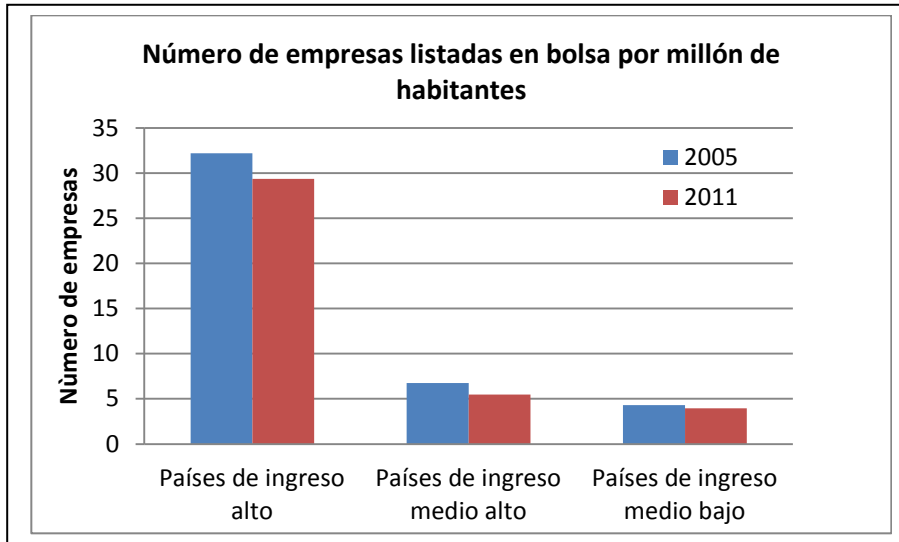
El caso de Costa Rica es particular, por cuanto el mercado de deuda pública históricamente se desarrolla dentro de una estructura bursátil de negociación, compensación y liquidación. En parte por esto, no ha sido indispensable contar con un esquema de “creadores de mercado”; sin embargo su ausencia ha limitado la liquidez y ha incidido sobre el proceso de formación de precios. Si bien hay otros factores legales, regulatorios y de conductas de los participantes que también han influido sobre la liquidez del mercado de deuda pública, la falta de la función de “creación de mercado” ha sido determinante. En este sentido, es prioritario revisar en conjunto con los emisores soberanos y la Bolsa de Valores las condiciones requeridas para que dicha función se realice dentro de la estructura actual de mercado.

La actividad del mercado costarricense de deuda no soberana (corporativa, financiera y pública no soberana) se ha visto afectada en los últimos años por diversos factores, entre los cuales debe señalarse la disponibilidad de financiamiento bancario, particularmente en dólares tras la adopción de políticas monetarias de facilitación cuantitativa de las grandes economías del mundo. No obstante, conviene revisar algunas de las condiciones de oferta pública y de colocación en primario que podrían incidir sobre la accesibilidad al mercado y sobre la liquidez. Adicionalmente, las medidas que se tomen para el mercado de deuda pública también beneficiarían a este mercado por la mejora en el proceso de formación de precios que conlleva y porque el uso de los mismos mecanismos de provisión de liquidez ayudaría a reducir la prima por liquidez de las emisiones no soberanas y hacer más competitivo el financiamiento vía mercado.

En cuanto al mercado accionario, efectivamente el número de emisores ha tendido a decrecer. En los últimos 5 años, se han desinscrito 4 emisores. Si bien esto ha obedecido más a la lógica de procesos de adquisición (Corporación UBC Internacional, Atlas y Durman) y al cierre de una empresa (Technofarma) que a problemas con la

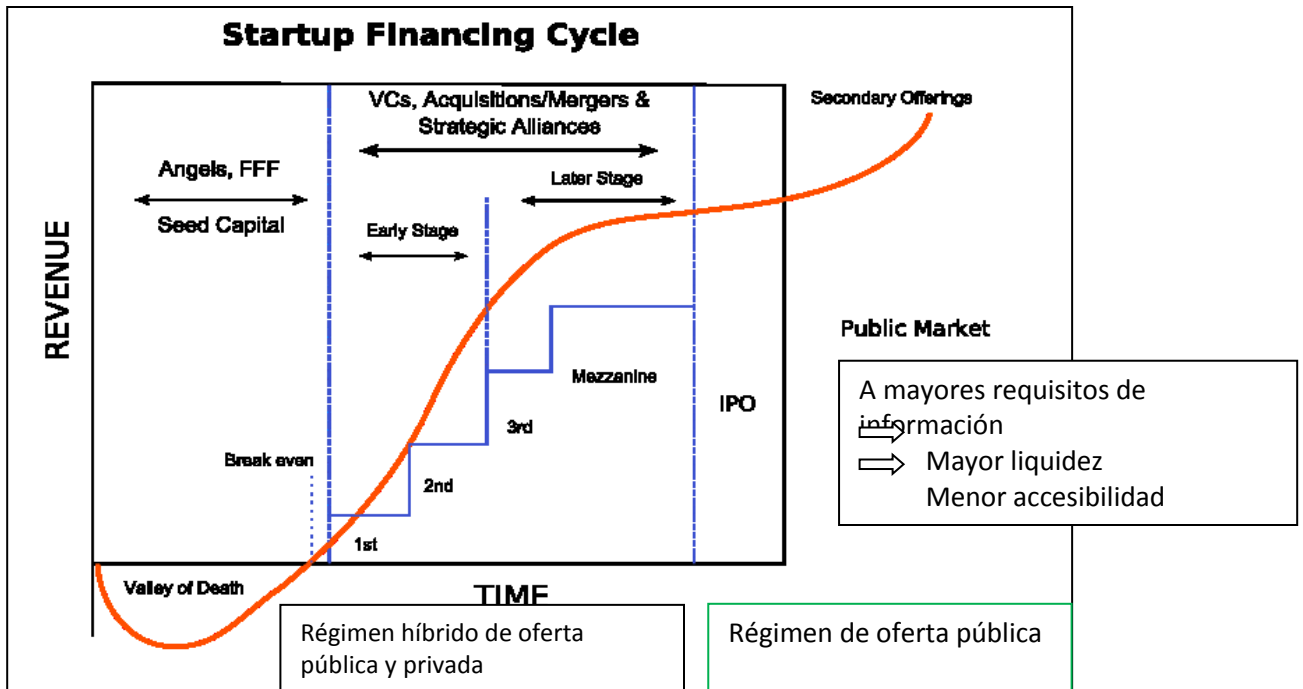
¹ Goswami y Sharma, A framewok for Developing Secondary Markets for Governmet Securities, IMF Working Paper, 2008

regulación, lo cierto es que no se han inscrito nuevos emisores. Aunque hay elementos que hacen pensar que se trata de una tendencia más general de los mercados de capital, conviene revisar el marco regulatorio y el proceso de autorización de oferta pública. Se advierte que el marco legal es bastante riguroso en este sentido como para introducir grandes cambios.



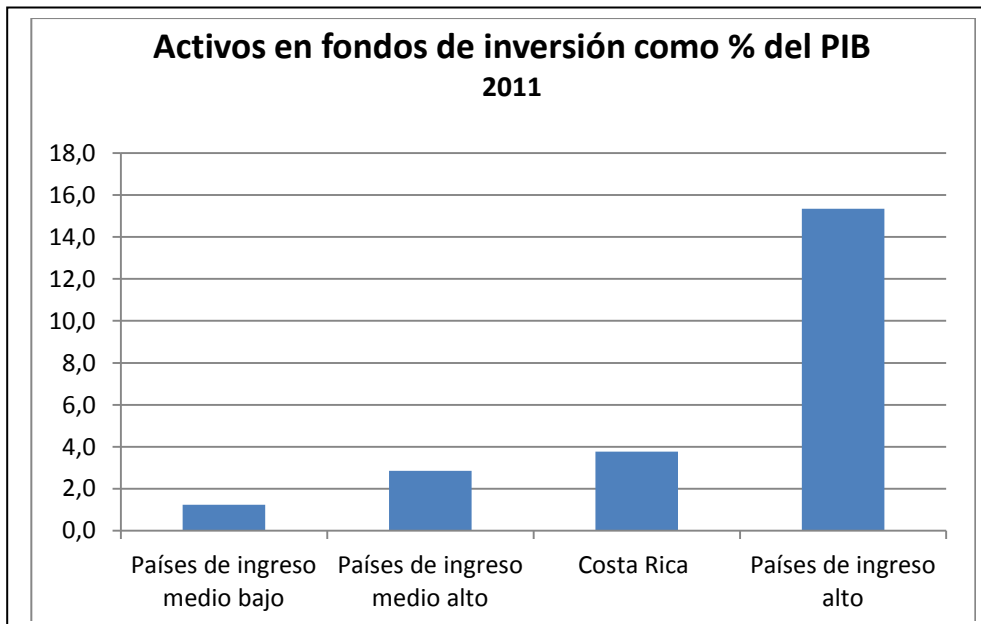
Fuente: Banco Mundial

En este sentido, la consultoría del Banco Mundial para el Consejo de Desarrollo del Mercado de Valores recomendó realizar un estudio del ecosistema del mercado de capitales para identificar los cambios legales y regulatorios requeridos para proveer de capital a las empresas según su grado de desarrollo. En particular, merece la pena revisar las condiciones legales y regulatorias bajo las cuales se pueden ofrecer valores no inscritos para oferta pública (régimen híbrido oferta público-privada), así como las condiciones para autorizar para realizar oferta pública, puesto que a mayores requisitos de inscripción (información) para la autorización de oferta pública es de esperar mayor liquidez en el mercado regulado, pero se hace más difícil el acceso a éste.



Fuente: Modelos de Negocio SMART, [Http: modelosdenegociosmart.com](http://modelosdenegociosmart.com)

Por su parte, la industria de fondos de inversión muestra un nivel interesante comparado con el de otros países. No obstante, conviene revisar la regulación de fondos de inversión con el fin de flexibilizar la comercialización y mejorar la estructuración de los fondos del mercado de dinero.



Fuente: Banco Mundial

Un tema que ha estado pendiente durante varios años² es contar con una normativa general para intermediarios del mercado de valores, que actualice la regulación de los puestos de bolsa y asegure un tratamiento simétrico para funciones semejantes, independientemente de la entidad que las realice. Actualmente, se cuenta con una propuesta de regulación que permitiría “nivelar la cancha” entre bancos y puestos de bolsa cuando realizan funciones semejantes en la gestión de portafolios de clientes. Adicionalmente, permitiría que, como parte de la gestión de portafolios y asesoría de inversión, los intermediarios puedan constituir para sus clientes portafolios internacionalmente diversificados, así como incorporar instrumentos de oferta privada, de modo que no se tengan que limitar los portafolios de los clientes a instrumentos inscritos en el Registro Nacional de Valores o bien a permitir la inclusión de valores de otros mercados, pero que tienen que ser solicitados por cuenta y riesgo del inversionista.

En cuanto a la actividad de supervisión, es necesaria la adopción integral del enfoque de supervisión basada en riesgo. Actualmente, el Reglamento de gestión de riesgos establece una serie de límites a la exposición al riesgo cambiario, al apalancamiento y al financiamiento de clientes. Además, hay requerimientos de capital según la exposición a los riesgos operativo, crediticio, de precio y cambiario y se le pide a los regulados contar con un comité de riesgos en la junta directiva, una unidad de riesgos, así como desarrollar e implementar políticas para la gestión de riesgos. Al aplicar esta regulación, las divisiones de la Superintendencia que tienen a su cargo la supervisión de puestos de bolsa y de sociedades administradoras de fondos de inversión utilizan principios y herramientas de supervisión basada en la gestión de riesgos. No obstante, el proceso de inspección de los distintos intermediarios no está armonizado. Se carece de un estándar común para la valoración cualitativa sobre la identificación de riesgos y la eficacia de los controles. Las evaluaciones de riesgo no se documentan en todos los casos. El proceso de ligamen entre riesgos identificados y controles no está completo. Los insumos y productos relativos a la calificación de riesgos pueden combinarse y simplificarse. Finalmente, resulta necesario profundizar el concepto de supervisión basada en riesgo y extenderlo a otras áreas.

La consultoría con el Fondo Monetario Internacional sobre la adopción de la supervisión basada en riesgos, prevista para inicios del 2015, permitiría atender los problemas del actual esquema de supervisión. Adicionalmente, se espera que los funcionarios reciban capacitación de modo que desarrollen una mayor capacidad de análisis de riesgo y un cambio en la visión de supervisión de mero cumplimiento hacia gestión de riesgos.

A nivel institucional, es posible que sea necesaria una reorganización para que procesos semejantes se realicen dentro de una misma unidad. Se tendría una supervisión integral (no separada “in situ” y “a distancia”), con un único punto de contacto. Las matrices serían comunes para todos los regulados. La información sobre el perfil de riesgo y su gestión por parte de cada entidad sería utilizada para la calendarización de visitas y priorización temática de una manera uniforme. De igual manera, habría políticas consistentes para la intensificación del seguimiento y para el establecimiento de medidas correctivas. Se mantendría la supervisión de conductas de mercado y de cumplimiento de requisitos de solvencia.

² La primera versión se presentó al CONASSIF en el 2003. Posteriormente, se elaboraron varias versiones, aunque no se remitieron al Consejo.

Desde el punto de vista de las entidades reguladas, los requisitos en cuanto a contar con una organización y procedimientos específicos para la gestión de riesgos, así como en cuanto a información que suministrar, probablemente no varíen de manera significativa. Más bien, el reto es lograr que todos los regulados realicen una gestión de riesgos apropiada motivados por el valor agregado que les supone y no porque sea un requisito reglamentario.